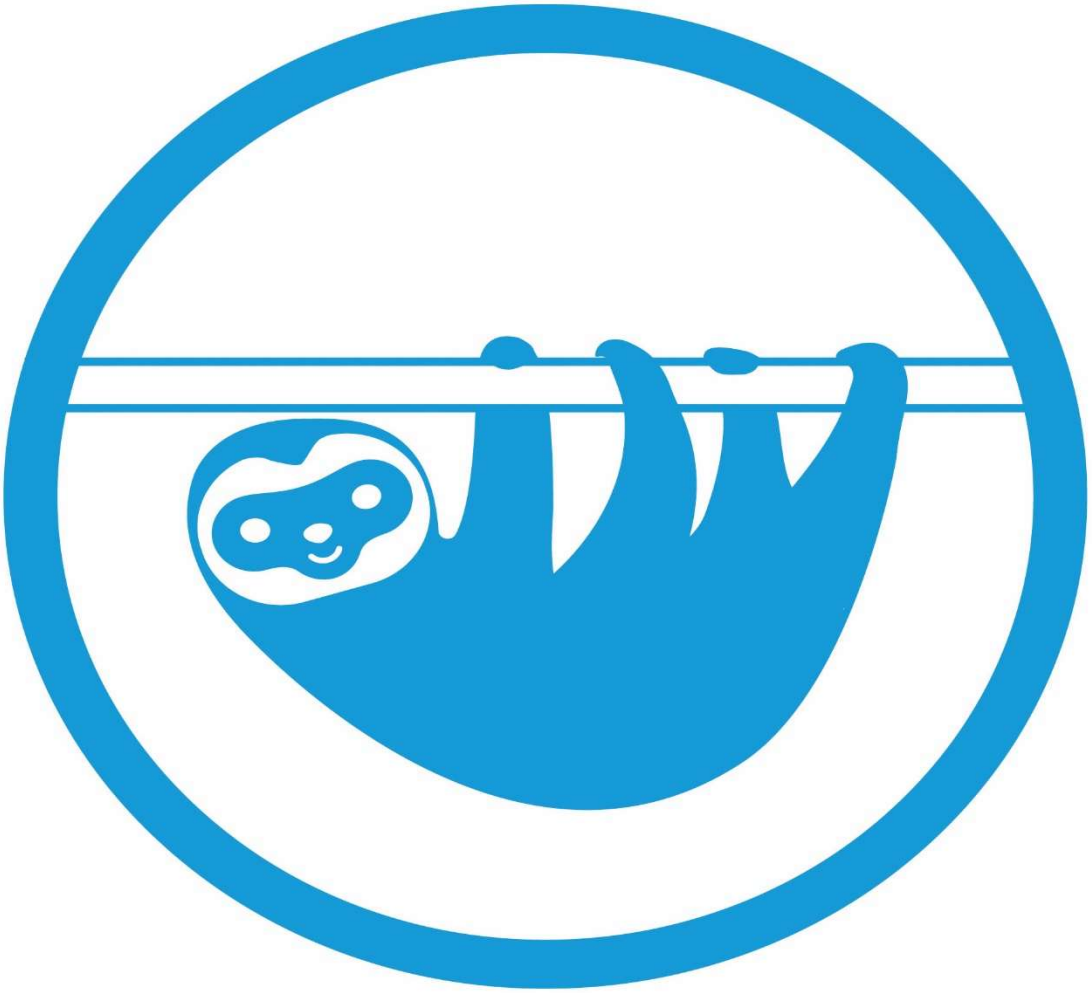
Das Diversifikator Buch:

Most-passive, PureESG und SDG Geldanlagen

Die RETRO Investmentphilosophie und ihre Umsetzung

von Prof. Dr. Dirk Söhnholz

Stand: 4.1.2021



RETRO steht für **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. Weil alle Regeln dokumentiert werden sollen, ist die vorliegende Dokumentation so umfangreich.

Die einzelnen Bestandteile dieses Buches sind ab 2015 entstanden. **Seit 2017 sind ESG (Environmental, Social und Governance) und SDG (Sustainable Development Goal) Portfolios der Fokus von Diversifikator.**

Grobgliederung:

1. Das Konzept von Diversifikator: Unternehmens- und Investmentphilosophie
2. ETF- Portfolios: Most passive Assetallokation, Index- und ETF-Selektion
3. Direkte PureESG und SDG Aktienportfolios und investierbare Indizes
4. Portfolioüberblick
5. Prozess von Portfolioänderungen im Zeitverlauf
6. Diversifikators Nachhaltigkeitspolitik
7. Fragen und Antworten
8. Von A-Z: Warum Diversifikator 80% anders ist
9. Literaturverzeichnis

Zusätzlich gibt es zwei weitere ausführliche Dokumente: **„Diversifikator Test von Risikomanagementmodellen"**[1], in dem wenige ausgewählte einfache Trendfolgesystem getestet werden und begründet wird, warum welches Risikosteuerungsmodell 2016 für die Portfolios selektiert wurde und **„Passive, verantwortungsvolle und online Kapitalanlage"**, in dem Dutzende von Blogbeiträgen von www.prof-soehnholz.com systematisiert zusammengefasst werden.

[1] S. Archiv auf www.diversifikator.com

Inhalt

1. Das Konzept von Diversifikator ... 13
1.1. Ausgangslage: Kapitalanlage sollte einfach, diversifiziert und günstig sein ... 13
1.2. Geschäftskonzept: Transparente Anlage-Modellportfolios zur Beraterunterstützung ... 15
1.3. Was wir nicht sind ... 16
1.4. Modularer Ansatz statt vollständige und integrierte Automatisierung ... 18
1.5. Unsere Ziele: Attraktive Rendite bei erträglichem Risiko und hoher Robustheit statt Pseudo-Optimierungen ... 20
1.6. Unser Anspruch: Transparenz auch „nach vorne" und Nachvollziehbarkeit ... 22
1.7. Unsere Prinzipien bzw. „andere" Investmentphilosophie: Systematisch, aber ohne Prognosen ... 22
1.8. Unsere Umsetzung: Regelbasierte Allokation mit passiven Instrumenten oder einzelnen Wertpapieren ... 26
1.9. Die ersten Schritte: Wie wir zum Ausgangs- bzw. Start-Portfolio kommen ... 27
1.10. Warum unser Weltmarktportfolio relativ viel Infrastruktur, Immobilien und Rohstoffe enthält 31
1.11. Strukturierte und nachvollziehbare Index- und ETF-Selektion ... 34
1.12. Steuerliche Aspekte der ETF-Selektion ... 36
1.13. Keine standardisierte Währungsabsicherung ... 36
1.14. Individuelle Anpassungen z.B. auf unterschiedliche Zeithorizonte und Anlegertypen ... 38
1.14.1. Individualisierungsvariante A: Mischung aus Portfolios von Diversifikator und Cash statt kurzlaufender Anleihen ... 40
1.14.2. Individualisierungsvariante B: Risikosignal-gesteuerte Portfolios von Diversifikator ... 41
1.14.3. Weitere Individualisierungsmöglichkeiten in Bezug auf illiquide Anlagen ... 41
1.15. Kostenlose „Cash"- Anlage und wo das „Cash" angelegt werden kann ... 42
1.16. Anlageberater haben sehr wichtige Aufgaben ... 42
1.17. Attraktive Honorarberatung ... 45
1.18. Datenschutz durch weitgehenden Verzicht auf Analysen von Anlegerdaten (No- bzw. Small Data Security Ansatz) ... 46
1.19. „Verantwortungsvolles" Investieren und neuartiges ESG ETF-Portfolio ... 47
1.20. Institutionelle Ansprüche und Eignung auch für professionelle Anleger ... 50

1.21. Keine Nutzung sogenannter Smart-Beta- bzw. Faktorprodukte in den Standardportfolios 51
1.22. Faktoranalyse statt Faktorinvesting 53
1.23. Risikosteuerung über Zeit (Sparpläne) und mit Trend-Signalen 54
1.24. Sehr geringe Kosten im Vergleich zu traditionellen Angeboten und Prozess der Zahlungsabwicklung für die Portfolios 57
1.25. Umsetzung im individuellen Depot 59
1.26. Entwicklung weiterer kostengünstiger und depotbankspezifischer Portfolios und Implementierung von Sparplänen 62
1.27. Portfolio-Zugang über ETF-Dachfonds, ETF-gebundene Versicherungen und andere Verpackungen 63
1.28. Weitgehende Informationsgleichheit von Kunden, Beratern und Portfoliomanagern und "Test it Yourself"-Ansatz 64
1.29. Umgang mit Trittbrettfahrern oder: Vertrauen, Ehrlichkeit und Weiterempfehlungen 66
1.30. Entwicklung von ESG und SDG Portfolios auf Basis von Einzeltiteln 67
1.31. Selbst-Beschränkung des Anlage-Universums auf Fonds und liquide Aktien und Anleihen 68
1.32. Reporting und Monitoring von Musterportfolios 69
1.33. Wissenschaftliche Basis 69
1.34. Risiken und Interessenkonflikte 70
1.35. Selbstkritik und kontinuierlicher Verbesserungsprozess 70
1.36. Drei Startportfolios, Zusammenfassung und Abgrenzung zu anderen Ansätzen 72
1.37. Über uns 73
2. ETF- Portfolios: Assetallokation, Index- und ETF-Selektion 75
2.1. Asset Allokation des Weltmarktportfolios (Start 15.2.1016) 75
2.1.1. Einleitung: Assetklassen im Weltmarktportfolio 75
2.1.2. Alle Anlagesegmente sollen positive Renditen erzielen können: Kein Cash im Weltmarktportfolio 76
2.1.3. Anleihen im Weltmarktportfolio 77
2.1.4. Keine Asset-Backed Securities im Weltmarktportfolio 77
2.1.5. Keine Pfandbriefe bzw. Covered Bonds im Weltmarktportfolio 77
2.1.6. Keine Kommunalanleihen im Weltmarktportfolio 78

2.1.7. Keine High Yield Bonds im Weltmarktportfolio ... 79
2.1.8. Private Equity im Weltmarktportfolio ... 79
2.1.9. Small bzw. Mid-Caps im Weltmarktportfolio ... 79
2.1.10. Rohstoffe im Weltmarktportfolio ... 80
2.1.11. Immobilien im Weltmarktportfolio ... 80
2.1.12. Infrastruktur im Weltmarktportfolio ... 81
2.1.13. Keine weiteren Anlagesegmente im Weltmarktportfolio ... 81
2.1.14. Zusammenfassung ... 82
2.1.15. Keine Währungsabsicherung im Weltmarktportfolio ... 86
2.2. ETF Selektion für das Weltmarktportfolio ... 87
2.2.1. Indexselektion ... 87
2.2.2. Vorgehen bei der ETF-Selektion ... 88
2.2.3. Annahmen, Adjustierungen, Sonderfälle und Abweichungen ... 91
2.2.3.1. Rohstoff-ETFs ... 91
2.2.3.2. Private Equity-ETFs ... 92
2.2.3.3. Agrarland-ETFs ... 93
2.2.3.4. Emerging Markets-Aktien-ETFs ... 93
2.2.3.5. Allgemeine Vorbemerkung zu Rückrechnungen von Diversifikator ... 94
2.2.3.6. Rückrechnung des WMP Basis ... 95
2.3. Risikomanagement ... 99
2.3.1. Einleitung und Vorgehen ... 99
2.3.2. Risikomodell: 200-Tagelinie (bis November 2020) und 40-Tagelinie (ab November 2020) 102
2.4. ESG ETF-Portfolio (Start 15.2.2016) ... 103
2.4.1. Konzept des ESG ETF-Portfolios ... 103
2.4.2. Rückrechnung des ESG ETF-Portfolios ... 108
2.5. Alternatives ETF-Portfolio (Start 1.4.2016) ... 112
2.5.1. Konzept des Alternatives ETF-Portfolios ... 112
2.5.2. Rückrechnung des Alternatives ETF-Portfolios ... 113

2.6. Neue ETF-Portfolios 2020: ESG ex Bonds (Income), ESG ex Bonds Trend, ESG Bonds, ESG Bonds EUR (Income) 117
2.7. Neue Impact SDG ETF-Portfolios 2020 118
2.8. Eingestellte Portfolios Ende 2020 124
3. Direktes ESG Aktienkonzept: ESG und SDG Portfolios und investierbare ESG Indizes 124
3.1. Begründung für das Vorgehen bei der Portfoliobildung 124
3.2. Umsetzung verantwortungsvoller Aktienportfolios 126
3.3. Das Vorgehen für die ESG Aktienportfolios 127
3.4. Deutsche Aktien ESG, Infrastructure ESG und Real Estate ESG (alle 30.12.2016), Global Equities (S) ESG (beide 31.5.2017) 131
3.5. Rückrechnungen der ersten ESG Aktienportfolios 132
3.5.1. Deutsche Aktien ESG Portfolio 133
3.5.2. Infrastrukturaktien ESG Portfolio 134
3.5.3. Immobilienaktien/REIT ESG Portfolio 135
3.5.4. Global Equities ESG Portfolio 137
3.5.5. Global Equities ESG S Portfolio 138
3.6. Regelmäßiges Monitoring und Portfolioänderungen 139
3.7. Vorgehen für investierbare ESG Indizes (Offline-Start September 2017) 139
3.8. Der Öko ESG Index (2018 bis 2020) und der SDG ESG Index (ab 2018) 141
3.9. Drei neue SDG bzw. Impactaktienportfolios für 2021: Global Equities SDG und Income und Trend 144
3.10. Unterschiede zwischen ESG-Portfolios und ESG-Indizes 146
3.11. Erweiterungsmöglichkeiten für institutionelle Anleger 147
4. Portfolioüberblick 149
4.1. Portfolioüberblickstabelle mit Erläuterungen 149
4.2. Portfolio-Allokationen für 2021 im Überblick 152
4.3. Rückrechnungen bis 2017 im Überblick 154
5. Systematische Portfolioveränderungen im Zeitverlauf 154
5.1. Muster- und Anlegerportfolios: Vorbemerkungen 154
5.2. Mögliche Gründe für Rebalanzierungen 155

5.3. Unterschiedliche Rebalanzierungsmethoden im Vergleich 157
5.4. Warum das Weltmarktportfolio nicht unbedingt rebalanziert werden muss 157
5.5. Regelmäßige systematische Überprüfungen aber nicht unbedingt Rebalanzierungen 159
5.6. Vorgehen bei der regelmäßigen jährlichen Portfolioüberprüfung der Musterportfolios ... 159
5.7. Asset-Allokationsänderungen in normalen Marktphasen 160
5.8. Portfolioänderungen bei signalabhängigen Portfolios und Auswirkungen auf Musterportfolios 161
5.9. Regelmäßige unterjährige Anpassungen der ETF-Musterportfolios 162
5.10. Warum Bestandsanleger nicht unbedingt alle Musterportfolioänderungen umsetzen sollten 162
5.11. Weiterführende Informationen für Interessenten an den Portfolios, Anleger und Berater 163
6. Diversifikators Nachhaltigkeitspolitik 165
6.1. Ausgangslage 165
6.2. Überblick über das DVFA Verantwortlichkeitsmessungstool 166
6.3. Basis für die Bestimmung von verantwortungsvoller Geldanlagepolitik 167
6.4. Ausschlüsse: Mehr sind besser 167
6.5. Impact bzw. Positivauswahl: Nettobetrachtung 168
6.6. Exkurs: Relative Impact Investing, Absolute Impact Investing und Additionalität 169
6.7. ESG-Score Definition: Granularer ist besser 173
6.8. Best-in-Universe (BiU) ist besser als Best-in-Class (BIC) 174
6.9. Mindestanforderungen an ESG-Scores 175
6.10. ESG-Messfrequenz: Häufiger ist nicht unbedingt besser 175
6.11. Stimmrechtsausübung (Voting) und Engagement sind positiv, aber ineffizient 175
6.12. Kalibrierung 176
7. Fragen und Antworten 179
7.1. Renditen und Risikokennzahlen 179
7.1.1. Wieso bezeichnet Diversifikator seine Portfolios als „most passive“ und manchmal auch als einfach? 179
7.1.2. Wieso bietet Diversifikator Portfolios explizit für kritische Berater und Anleger an? 180

7.1.3. 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? 180
7.1.4. Warum steht auf der Webseite von Diversifikator die tagesaktuelle Performance der Portfolios ganz oben? 181
7.1.5. Warum berichtet Diversifikator die Performance nicht nach dem international anerkannten GIPS-Standard? 182
7.1.6. Warum starten die ersten Portfolios von Diversifikator am 15.2.2016 mit dem echten Trackrecord? 182
7.1.7. Mit welchen Benchmarks sollte man die Portfolios von Diversifikator vergleichen? bzw. ist das Weltmarkportfolio nicht selbst eine Multi-Asset Benchmark? 182
7.1.8. Kann man die Diversifikator Portfolios als Benchmark für andere Portfolios nutzen? 183
7.2. Anlageprozess/Nutzungstipps 183
7.2.1. Wie kann man einen passenden Berater/Verwalter finden? 183
7.2.2. Wie kann man seine Risikotoleranz bzw. Verlusttragfähigkeit einschätzen? 184
7.2.3. Wie kann man Goal Based Investing (GBI), also eine ziel-abhängige Anlage, umsetzen? 185
7.2.4. Warum man mindestens 3 Stunden pro Jahr und nicht nur 3 Minuten für seine Kapitalanlagen „investieren" sollte 186
7.2.5. Wie kann man unterschiedliche Robo-Advisors am besten vergleichen? 186
7.3. Portfolio-/Indexauswahl 186
7.3.1. Warum bietet Diversifikator nicht nur ein Weltmarktportfolio an, sondern mehrere Portfolios? 186
7.3.2. Warum fokussiert Diversifikator sich auf die Themen Weltmarktportfolio, Alternatives, ESG und SDG? 187
7.3.3. Warum bietet Diversifikator auch ESG Indizes an? 188
7.3.4. Was beinhaltet der SDG ESG Index? 188
7.3.5. Wie unterscheiden sich die ESG-Portfolios von den ESG-Indizes? 189
7.3.6. Welche ESG-Zusatzservices bietet Diversifikator an? 189
7.3.7. Bietet Diversifikator zu wenige Individualisierungsmöglichkeiten an? 189
7.3.8. Wie kann man die Portfolios von Diversifikator testen? 189
7.4. Portfolioklassifikation 191

7.4.1. Wieso empfiehlt Diversifikator Mindestanlagesummen? 191
7.4.2. Wie kann man Mindestanlagen für die Portfolios herleiten? 191
7.4.3. Können die Mindestanlagesummen ignoriert werden, wenn Depotanbieter Aktien- bzw. ETF Bruchstücke umsetzen können? 194
7.4.4. Wie hängen KIID, SSRI, Volatilität und Risiko zusammen? 194
7.5. Umsetzung 194
7.5.1. Wie findet man einen geeigneten Depotanbieter? 194
7.5.2. Wie kann man ETF-Sparpläne umsetzen? 196
7.5.3. Was ist beim ETF-Handel zu beachten? 196
7.6. Allokationen 196
7.6.1. Welche Rollen spielen Anleihen in den Portfolios von Diversifikator? 196
7.6.2. Wie kann man die Rendite- und Risikoeffekte unterschiedlicher Asset-Allokationen selbst testen? 197
7.6.3. Wie erfolgen Änderungen an Musterportfolios von Diversifikator? 197
7.6.4. Warum bietet Diversifikator ein reines „Alternatives" Portfolio an? 198
7.6.5. Warum bietet Diversifikator seit Anfang 2017 weitere Portfolios an? 199
7.6.6. Manche ETF-Arten, z.B. synthetische ETFs, werden kritisch gesehen. Was meint Diversifikator dazu? 199
7.6.7. Wie unterscheidet sich das Diversifikator-„Produktangebot" von dem Angebot von Onlineplattformen, Pools und Banken? 200
7.6.8. Was für ein Risikomanagement nutzt bzw. liefert Diversifikator? 200
7.6.9. Warum bietet Diversifikator Risikosteuerungs- bzw. Trendfolgesignale an? 201
7.6.10. Wie ist Diversifikator bei der Entwicklung der Risikosteuerungssignale vorgegangen? 201
7.6.11. Warum bietet Diversifikator Risikosteuerung auf Basis der 200Tagelinie bzw. 40Tagelinie an und nutzt keine anderen Methoden? 202
7.6.12. Wie kann man die Risikomodelle nutzen? 202
7.6.13. Was hält Diversifikator von garantierten Produkten? 203
7.7. Portfolios 203
7.7.1. Welche Portfolios hat Diversifikator getestet und nicht online gestellt? 203
7.7.2. Welche Portfolios kann Diversifikator noch anbieten? 204
7.7.3. Kann man seine reale Portfoliozusammensetzung jederzeit ändern? 205

7.8. Wer wir sind 205
7.8.1. Wie sicher ist die Anlage und was passiert bei einer Einstellung der Aktivitäten von Diversifikator? 205
7.8.2. Ist Diversifikator nicht zu klein, um von seriösen Kooperationspartnern akzeptiert zu werden? 206
7.9. Wir sind anders 206
7.9.1. Wieso bezeichnet Diversifikator sich als 80% anders? 206
7.9.2. Wieso ist Transparenz so wichtig für Diversifikator? 207
7.9.3. Hat Diversifikator bei so viel Transparenz keine Angst vor Kopierern? 207
7.9.4. Wieso bezeichnet Diversifikator sich als unabhängig? 207
7.9.5. Was versteht Diversifikator unter einem dialektischen Ansatz? 208
7.9.6. Wie ist das Geschäftsmodell von Diversifikator? 208
7.9.7. Wieso wird Diversifikator in Robo-Advisor Vergleichen manchmal nicht aufgeführt? 209
7.9.8. Was macht Diversifikator anders als sogenannte Robo-Advisors? 209
7.9.9. Warum richtet Diversifikator sein Angebot auf Berater und nicht direkt auf Endkunden aus? 209
7.9.10. Auf welche Kundengruppen setzt Diversifikator? 210
7.9.11. Wird Diversifikator überflüssig, wenn Finanzdienstleister ihren eigenen Robo-Advisor anbieten? 210
7.9.12. Warum sollten Berater Diversifikator nutzen bzw. empfehlen? 211
7.9.13. Welche Berater empfiehlt Diversifikator bzw. warum gibt es Berater, die keine Portfolios von Diversifikator anbieten wollen? 212
7.9.14. Was hält Diversifikator von Honorarberatung? 213
7.9.15. In den USA und zunehmend auch in Deutschland wird das Thema Smart Beta propagiert. Was hält Diversifikator davon? 214
7.9.16. Wieso präferiert Diversifikator „More Beta“ gegenüber „Smart Beta“? 215
7.9.17. Was hält Diversifikator von Gold, Selbstversorgerfarmen und Sammlerobjekten wie Kunst, Oldtimern und Schmuck? 215
7.9.18. Wird Diversifikator auch geschlossene Fonds und andere illiquide Investments anbieten? 216
7.9.19. Haben Webseitennutzer Einflussmöglichkeiten auf Diversifikator? 216

7.9.20. Warum wurde Diversifikator „Diversifikator" genannt? 216
7.9.21. Bietet Diversifikator Investment-Research an? 217
7.9.22. Wie verbindlich sind die Diversifikator „Empfehlungen" für Interessenten an den Musterportfolios? 217
7.9.23. Kann man die Tätigkeit von Diversifikator als Portfoliomanagement oder Vermögensverwaltung bezeichnen? 217
7.9.24. Wieso wird Diversifikator nicht reguliert? 218
7.9.25. Welches sind die Hintergründe von Diversifikator und wie lautet der Unternehmensgegenstand? 218
7.9.26. Wie sieht Diversifikator die Zukunft von Online-Vermögensberatung und -Verwaltung? 219
7.10. Kosten 220
7.10.1. Warum scheint Diversifikator etwas teurer zu sein als einige sogenannte Robo-Berater (Online-„Berater")? 220
7.10.2. Wie werden die individuellen Kosten der Services von Diversifikator berechnet bzw. bezahlt? 221
7.10.3. Muss nur bei exakter Umsetzung der Musterportfolios bezahlt werden? 223
7.10.4. Was für Kosten fallen für Honorarberater, Single Family Offices bzw. institutionelle Anleger wie Stiftungen an? 223
7.10.5. Warum hat sich Diversifikator für ein Servicegebührenmodell entschieden? 223
7.10.6. Warum verlangt Diversifikator volumenbasierte und keine erfolgsorientierten Gebühren? 224
7.10.7. Bei den günstigen Gebühren, die Diversifikator verlangt, müssen relativ viele Kunden gewonnen werden, um profitabel zu werden. Wie soll das gelingen? 224
7.11. Investmentphilosophie 225
7.11.1. Wieso ist Investmentphilosophie wichtig und welche Philosophie verfolgt Diversifikator? 225
7.11.2. Wieso bezeichnet Diversifikator manche seiner Portfolios als „most diversified"? 226
7.11.3. Warum bezeichnet Diversifikator seine Ansätze als robust, obwohl die Portfolios von Diversifikator nicht immer robust gegenüber Marktveränderungen sind? 226
7.11.4. Was macht Diversifikator anders als ETF-Dachfonds? 227
7.12. ESG – verantwortungsvolles Investieren 227

7.12.1. Welche Rolle spielt verantwortungsvolles Investieren für Diversifikator? 227
7.12.2. Warum ist ESG bzw. SRI wichtig, was ist zu beachten und wie geht Diversifikator vor? 228
7.12.3. Inzwischen gibt es Nachhaltigkeitsratings für traditionelle ETFs. Warum nutzt Diversifikator diese nicht? 228
7.13. No- bzw. Small-Data 229
7.13.1. Diversifikator propagiert einen sogenannten No- bzw. Small-Data Ansatz. Welche Rolle spielt das Thema Kundendaten bzw. Datenschutz für Diversifikator? 229
7.13.2. Welche persönlichen Daten benötigt Diversifikator? 229
7.14. Small-Data für Portfolios und Pseudo-Optimierer 230
7.14.1. Wie kommt Diversifikator zu den Musterportfolios und wie kann man Portfolios (Pseudo-) optimieren? 230
7.15. Rückrechnungen 231
7.15.1. Manche Diversifikator-Portfolios und Indizes haben erst einen kurzen echten Track Record. Ist das nicht ein großer Vermarktungs-Nachteil? 231
7.15.2. Warum nutzt Diversifikator nicht die „offizielle" KIID-Risikoklassifikation für seine Portfolios? 231
7.15.3. Wie hat Diversifikator die Faktoranalyse aufgesetzt? 232
7.15.4. Was hat es für Auswirkungen, dass Diversifikator für die Rückrechnungen einfache Benchmarks nutzen? 232
7.16. Portfolio-Risiken 232
7.16.1. Welche möglichen Risiken gibt es außer Portfolio-Risiken? 232
7.17. Weitere Informationsquellen 234
7.17.1. Wie würde eine Do-It-Yourself Anleitung für kritische Anleger lauten, die möglichst viel selbst überprüfen wollen, und welche Tool- und Datentipps hat Diversifikator? 234
7.17.2. Wieso sind wir skeptisch in Bezug auf klassische Kundenklassifikationen nach Alter, Risikoerwartung etc.? 236
7.17.3. Warum bietet Diversifikator keine (Tools für) Analysen bestehender Anlageportfolios an? 237
7.17.4. Was hat Geldanlage mit Gaming zu tun? 237
7.17.5. Wie können Kunden dabei mithelfen, besser beraten zu werden bzw. bessere Portfolios zu bekommen? 238
8. 80% anders: Das Diversifikator A-Z 238

9. Literaturverzeichnis....242
10. Disclaimer....246

1. Das Konzept von Diversifikator

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 oder mit besonders strengen „verantwortungsvollen" Portfolios und Cash[2] ermöglicht. Diversifikator war im März 2016 unseres Wissens der erste Anbieter eines öffentlichen ESG ETF-Portfolios[3]. Seit Anfang 2017 stehen Environmental, Social und Governancefaktoren (ESG) und Modellportfolios auf Basis von Aktien (direkt statt ETF-basiert) im Vordergrund der Aktivitäten von Diversifikator.

Die von Diversifikator entwickelten Portfolios können auch ergänzend zu anderen Anlagen genutzt werden. So kann ein Anleger neben oft intransparenten diskretionären[4] 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 **r**egelbasierte, **e**videnzbasierte, **t**ransparente, **r**obuste und **o**ptimierungsfreie („RETRO"), kostengünstige und besonders diversifizierte traditionelle und „verantwortungsvolle" Investmentlösungen an. Dazu wird auch online eine Endkunden- und Beraterunterstützung

[2] Unter „Cash" wird kein Bargeld verstanden sondern möglichst risikolose Kurzfristanlagen wie sogenanntes Giro- oder Tagesgeld.
[3] ETF steht für Exchange Traded Funds. Damit sind meist relativ breit gestreute anlagesegmentspezifische passive bzw. regelbasierte Indexabhängige Investmentportfolios gemeint, die an Börsen gehandelt werden können.
[4] diskretionär bedeutet „nach freiem Ermessen handelnd"

angeboten. Berater bzw. Vermögensverwalter sollen für ihre wichtige Tätigkeit mit einer adäquaten Servicepauschale direkt vom Anleger bezahlt werden.

Damit sollten folgende Probleme reduziert werden können:

Unzureichende Rendite durch hohe Kosten: Die meisten Anlageprodukte schlagen ihre Vergleichsindizes nicht. Das liegt sehr oft an relativ hohen Kosten der Produkte. Die meisten Banken, Finanz- und Anlageberater bieten überwiegend Produkte mit hohen Provisionen[5] und selten kostengünstigen Indexfonds (z.B. ETFs, Exchange Traded Fonds) bzw. Modellportfolios an.

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

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

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

Wenig Verantwortung: Unter Experten besteht weitgehende Einigkeit darüber, dass vor allem Aktienanlagen, die „verantwortungsvollen" (ESG: Environmental, Social, Governance) Selektionskriterien folgen, keine Rendite- oder Risikonachteile gegenüber traditionellen Portfolios haben. Trotzdem gibt es auch im Jahr 2019 erst sehr wenige ESG-Angebote für deutsche Privatkunden und auch international nur sehr wenige (keine?) Angebote mit so strengen ESG-Anforderungen wie den PureESG Portfolios von Diversifikator, die sich seit Anfang 2017 gut entwickelt haben. Hinzu kommt, dass Diversifikator über ein besonders breites verantwortungsvolles Portfolioangebot verfügt und sehr schnell zusätzliche maßgeschneiderte Portfolios entwickeln kann.

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

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

Unser Kernservice ist die Entwicklung einfach umzusetzender Muster- bzw. Modellportfolios zur Unterstützung für Anlageberater (Fokus auf o.g. Schritt 3). Dabei sind wir unabhängig von anderen Finanzdienstleistern, also (ETF-)Produktanbietern, Abwicklungswegen bzw. Depotbanken oder auch Versicherungen. Fokus sind Portfolios, die - 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 erheblich 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.[6]

[6] 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

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 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), als Fintechs bezeichnet, 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 selbst wollen nicht den gesamten Kapitalanlageprozess automatisieren, unterstützen Partner aber gerne dabei.

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 für Diversifikator deshalb auch nicht. Individuelle Kundenberatung ist sehr herausfordernd und – wenn man sie richtig macht – komplex. Diese überlassen wir lieber Beratungsprofis. Wir sind deshalb kein Berater und somit auch kein Robo-Berater.

Wir wollen aber Interessenten helfen, ihre Kapitalanlage möglichst gut zu machen und helfen deshalb mit Tipps für "fremde" Software bzw. Tools und bei der Suche nach 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 am ehesten den Robo-Advisors bzw. dem Segment Wealthtech zuzuordnen.

Wir halten Regulierung grundsätzlich für wichtig und haben als Geschäftsführer bzw. Mitarbeiter regulierter Gesellschaften einige positive Erfahrungen mit Regulierung gesammelt. Unser

Geschäftsmodell ist aber so konzipiert, dass wir selbst nicht reguliert sein müssen. Dafür arbeiten wir gerne mit regulierten Partnern zusammen. Bei Bedarf können wir unsere Services auch unter einem Haftungsschirm anbieten.

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

Wir vermitteln nicht: Für unsere Musterportfolios werden Bestandteile nach den von uns entwickelten Regeln ausgesucht. Wir vermitteln keine Produkte und nehmen deshalb auch keine Vermittlungsgebühren an[7]. Wir erhalten aber Servicegebühren von Beratern bzw. Banken und Versicherungen, die unsere Musterportfolios empfehlen. Diese Gebühren sind standardisiert. Mögliche Fehlanreize für uns sehen wir dadurch nicht.

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

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

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

[7] 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. Deshalb stellen wir den Kunden und ihren Beratern lieber Tools[8] zur Verfügung, die diese bei den verschiedenen Schritten unterstützen können[9].

Wir halten folgendes Vorgehen für sinnvoll:

a) Finanzplanung:

Der Anleger benötigt im Idealfall

- eine Bestandsaufnahme seiner/ihrer[10] aktuellen Einnahmen und Ausgaben (sogenanntes Haushaltsbuch)[11]
- eine Übersicht über sein aktuelles Vermögen und seine Schulden
- Eine Liste seiner geplanten Anschaffungen und anderen Großausgaben: Wohnung/Haus, Kindererziehung, Autos, große Reisen, Pflege im Alter etc.
- Eine Einschätzung persönlicher Großrisiken wie Jobverlust, schwere Krankheit etc.
- Eine Übersicht des Versicherungsschutzes, vor allem in Bezug auf Renten- und Lebensversicherungen inklusive gesetzlicher und betrieblicher Altersvorsorge, Pflege und Berufsunfähigkeitsversicherung etc.
- Annahmen über Verzinsung/Renditen von Vermögensanlagen und die Abzinsung (um den aktuellen Gegenwert zu schätzen) von künftigen Verpflichtungen um eine mögliche „Deckungslücke" zu berechnen.[12]
- 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).

---

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

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

[10] Zur besseren Lesbarkeit nutzen wir vorwiegend männliche Formen

[11] 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.

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

b) Risikotragfähigkeitsanalyse:

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, dann sollte das Renditeportfolio, bei dem man mit 50% Verlust rechnen muss, wenn wieder eine Finanzkrise eintritt, maximal 40% der Anlage betragen und 60% sollten in 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. Deshalb halten wir auch nicht viel von einer vollen Automatisierung des Anlageprozesses, also auch nicht von der automatischen Ableitung einer Portfoliozusammensetzung auf Basis von wenigen nicht wissenschaftlich basierten Fragen. Wenn so etwas gemacht wird, sollte auch auf bisherige Anlagen des Kunden eingegangen werden und deren Risiken berücksichtigt werden. Bei einer solchen Automatisierung müssen viele Annahmen gemacht werden bzw. Schätzungen/Prognosen erfolgen, die sehr schwierig sind.

Für die Geldanlage halten wir das wissenschaftlich basierte Programm der Universität Mannheim für besonders empfehlenswert (s. www. behavioral-finance.de)[13].

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.

[13] 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.

d) Portfolioimplementierung:

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 bei teuren Brokern und Depotbankverbindungen nur wenige ETFs bzw. Aktien ins Portfolio kommen[14] 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 statt Pseudo-Optimierungen

Wir streben nicht an, optimale bzw. optimierte Portfolios zu entwickeln. Optimierungen sind zwar mathematisch manchmal recht einfach zu erstellen, 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, Daten, Prognosen oder Modellen ergeben sich bei Optimierungen oft große Ergebnisänderungen und damit stark unterschiedliche Anlageempfehlungen. Deshalb sprechen wir von „Pseudo-Optimierungen".

Man kann solche Pseudo-Optimierungen einfach selbst umsetzen. Dazu gibt es unter www.portfoliovisualizer.com unter der Überschrift Portfolio-Optimizer fünf verschiedene Optimierungsmodelle. Je nach Modell und auch nach den genutzten Prognosen für Renditen, Risiken und Korrelationen können sehr unterschiedliche optimierte Allokationen erzeugt werden.

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

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

bzw. Auszahlungsmodelle gewählt werden. Das Ergebnis der verschiedenen Optimierungen wird zudem stark durch Restriktionen bestimmt, die man für minimale und maximale Allokationen zu einzelnen Anlagesegmenten nutzt.

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 potenzielle (Anlage-) Renditesegmente und Länder bzw. Regionen sowie Währungen diversifiziert. Aus Renditegesichtspunkten sicher unattraktive Segmente wie Anleihen mit negativen erwarteten Renditen, sofern sie bis zum Fälligkeitsdatum gehalten werden (Yield-to-Maturity), werden nicht in öffentliche Portfolios aufgenommen.

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

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

Seit Anfang 2017 bieten wir auch aus Einzelaktien zusammengestellte verantwortungsvolle Portfolios an. Weil wir besonders strenge Selektionskriterien nutzen, sind diese Portfolios typischerweise konzentriert und vor allem als Zusatzportfolios zu anderen Portfolios gedacht.

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 bei aktienlastigen Portfolios damit rechnen, in Krisen zumindest kurzfristig durchaus 50% Wertverluste hinzunehmen.[15]

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

Robuste Portfolios setzen sich demnach aus diversifizierten Renditebestandteilen und Cash zusammen. Wenn man unseren Regeln folgt, ergibt sich Robustheit auch durch eine weitgehende

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

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 deshalb die Zusammenstellung unserer Portfolios typischerweise möglichst detailliert offen[16]. 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 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.

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[17]. Man kann drei Arten von Philosophien unterscheiden: Meinungsbasierte („diskretionäre"), systematisch-prognosebasierte und systematisch-prognosefreie. Wir sind Anhänger von systematisch-prognosefreien Ansätzen.

Unter einer Prognose verstehen wir dabei eine konkrete Erwartung in Bezug einen konkreten Zeitpunkt in der Zukunft. „Der DAX wird am letzten Handelstag des Jahres zwischen 10.000 und 12.000" stehen" ist eine Prognose. Eine Prognose ist falsifizierbar, d.h. sie kann widerlegt werden. „Der DAX wird steigen" ist dagegen keine Prognose, sondern eine (unspezifische) Annahme,

[16] Sofern dem nicht regulatorische oder vertragliche bzw. andere Grenzen gesetzt werden
[17] s. Söhnholz 2013b, S. 65

Erwartung oder Meinung. In diesem Sinn ist auch die von uns genutzte Trendfolge keine Prognose. Die Trendfolge signalisiert nur, wann die Durchschnittskurse eine bestimmte Grenze unter- oder überschreiten und machen keine Aussagen über künftige Kurse. Die Annahme dahinter ist, dass Anleger gerade in Krisenzeiten mit der Nutzung dieser Methode weniger Kursverluste erleiden werden als ohne sie. **Annahme- oder erwartungsfreie Geldanlagen gibt es dagegen nicht.**

Wir mögen transparente, nachvollziehbare und einfache Regeln lieber als Meinungsabhängigkeit. Zahlreiche Untersuchungen zeigen, dass Anleger, die sich strikt an klare Regeln halten, oft bessere Anlageergebnisse erhalten als solche, die keine klaren Regeln haben oder sich nicht an die Regeln halten[18].

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

Wir denken, dass es die richtige Asset Allokation nicht gibt, Diversifikation sehr wichtig ist[19] und man gute Renditen am besten mit möglichst kostengünstigen Lösungen umsetzt[20]. 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 bzw. Marktsegmente künftig am besten rentieren werden, nehmen wir in unseren Basisportfolios grundsätzlich alle nennenswerten Anlageklassen ins Portfolio, die eine positive Rendite erwarten lassen. Wir arbeiten damit nicht annahmefrei, denn von allen Anlageklassen im Portfolio erwarten wir grundsätzlich die Möglichkeit, positive Renditen beizutragen. Wir nutzen aber keine konkreten Prognosen, welche Anlageklasse wann wie rentieren wird.

Wir nehmen zusätzliche Anlagesegmente nur dann ins Portfolio, wenn sie sich nennenswert von bereits im Portfolio befindlichen Anlagesegmenten unterscheiden[21]. Wir nutzen aber keine Korrelationsprognosen. So sind Anleihen bei uns im Portfolio, weil wir annehmen, dass mit diesen grundsätzlich eine positive Rendite erwirtschaftet werden kann. ETFs aus Staatsanleihen entwickelter Länder mit geringen Restlaufzeiten zum Beispiel kommen jedoch solange nicht ins

[18] s. Bhattacharya et al. 2012
[19] s. Söhnholz et al. 2010
[20] s. z.B. Faber 2015, S. 104
[21] zur schwierigen Bestimmung bzw. Abgrenzung von Assetklassen siehe Söhnholz/Rieken/Kaiser 2010, S. 35 und 187-189

Portfolio, solange eine negative Rendite erwartet werden kann (d.h. grundsätzlich die Yield-to-Maturity bzw. Rendite bis zum Ablauf des Produktes negativ ist).

Tabelle: Überblick über unsere wesentlichen Investmentüberzeugungen[22]

	Grundüberzeugung	Konsequenz
1	Die Asset-Allokation ist wichtiger für die Portfolioperformance als die Wertpapierselektion innerhalb eines Anlagesegmentes	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[23]
3	Portfoliokonstruktionen (Optimierungen) reagieren oft sehr sensibel in Bezug auf die Änderung von Inputdaten	Robuste, einfache Ansätze statt (Pseudo-) Optimierungen[24]
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“ verschiedener Perioden/Varianten
6	Märkte sind nicht immer effizient (s. Behavioral Finance), aber können trotzdem nur sehr schwer dauerhaft geschlagen werden	Passive Anlage mit Weltmarktportfolio (Asset Allokation) und kapitalgewichteten ETFs
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 Risikomaße geeignet.	Fokus auf max. Drawdown in Krisenzeiten
11	Um das Risiko bzw. das Verhalten eines Portfolios zu verstehen, ist Regeltransparenz besonders wichtig, die eine Transparenz „nach Vorne“ ermöglicht	Umfassende Regelbasierung mit möglichst hoher Transparenz
12	Verantwortungsvolles Investieren (ESG) ist eher positiv als negativ in Bezug auf Rendite und/oder Risiko einzuschätzen	ESG-kompatibel anlegen
13	Eine gute und individuell passende Geldanlage zu finden, ist schwierig bzw. komplex	Gute Beratung ist wichtig

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

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

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

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

Eine rein passive Kapitalanlage ist nicht möglich[25], 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

[25] s. Söhnholz 2014a

dagegen gute Ergebnisse gebracht, wie z.B. das Buch Global Asset Allocation von Mebane Faber zeigt.

Eine diversifizierte und kostengünstige Umsetzung kann am besten mit Indexfonds erfolgen. Dazu bieten sich für Privatkunden Exchange Traded Funds (ETFs) an, also börsengelistete Indexfonds. Streng verantwortungsvolle Investments sind dagegen besser mit Portfolios aus einzelnen Wertpapieren umzusetzen[26].

Braucht man dafür Berater? Unserer Meinung nach ja, denn es ist nicht einfach, die richtigen einfachen und robusten Ansätze zu finden. Außerdem halten wir es für wichtig, diese Ansätze auf Basis eigener Erfahrungen, Erfahrungen anderer Praktiker und auch neuesten akademischen Publikationen permanent zu hinterfragen. Ein Beispiel ist die seit einiger Zeit geführte Smart-Beta Diskussion. Uns gehörte die www.smart-beta.de Domain, das heißt, dass wir uns früh mit dem Thema beschäftigt haben. Wir kennen zahlreiche Untersuchungen und Produkte zu dem Thema und werden das Thema weiter eng verfolgen[27].

Außerdem müssen die selektierten Regeln auf ihre effiziente Umsetzung hin geprüft werden. Man kann zum Beispiel nicht alle ETFs bzw. Aktien bei allen Depotbanken bzw. Brokern kaufen. Gerade für kleine Anlagebeträge können außerdem – vor allem bei häufigen Umschichtungen – Portfolios mit zu vielen ETFs oder Aktien schnell teuer in der Implementierung werden[28]. 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 deshalb grundsätzlich auch andere Arten von Indexfonds in Frage. Allerdings haben ETFs den Vorteil eines sehr breiten Angebotes und meist sehr niedriger Minimum-Investments.

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

Uns interessiert natürlich auch, welche Allokationen künftig besonders erfolgreich sein werden. Leider sind wir keine guten Prognostiker und kennen auch niemanden, der konsistent gut die

[26] ESG- bzw. SRI (Socially Responsible Investment) ETFs bzw. Fonds haben typischeerweise wesentlich weniger strenge Selektionsregeln als die ESG Portfolios bzw. ESG-Indizes von Diversifikator. Letztere sind zudem mit weiteren Ausschlüssen einfach zu individualisieren.
[27] Dazu siehe auch diverse Beiträge auf www.prof-soehnholz.com z.B. auch zu den Stichworten Investoren-Rendite bzw. kapitalgewichtete Renditen und „Berater-Alpha", siehe auch Abschnitt 1.17
[28] Durch sinkende Handelskosten ist dieses Thema seit 2019 weniger wichtig geworden

Renditen und Risiken sowie Korrelationen, also die nötigen Daten für Allokations-Optimierungen, von allen interessanten Anlagen vorhersagen kann.

Deshalb suchen wir Allokationen, die in unterschiedlichsten Marktphasen insgesamt attraktive Renditen 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 das Marktstandard ist. Hinzu kommt, dass diese Maße zwar meist konzeptionell nicht befriedigend, statistisch gesehen aber trotzdem attraktiv sind, da sie ähnliche Ergebnisse wie konzeptionell überlegene Maße liefern können[29].

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[30].

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 deshalb einen anderen Weg der Bestimmung einer Ausgangsallokation.

Gestartet sind wir zunächst mit einer naiven Allokation, bei der Investments über alle Assetklassen gleich verteilt werden [31] . Das Problem dabei ist die (subjektive) Bestimmung von Anlageklassen/Segmenten, die (gleichgewichtet) ins Portfolio genommen werden. Wenn man 10 Anlageklassen hat, von denen 7 eher anleiheähnlich sind oder 10, von denen 7 eher aktienähnlich sind, kommt man in beiden Fällen bei einer naiven Gleichverteilung von jeweils 10% pro Anlageklasse zu möglicherweise stark unterschiedlichen Portfolios.

[29] siehe Auer/Schuhmacher 2015
[30] Dazu kann man z.B. www.portfoliovisualizer.com nutzen
[31] siehe DeMiguel/Garlappi/Uppal 2009 und Söhnholz/Burkert 2008

In 2015 wurde das interessante Buch „Global Asset Allocation" von Mebane Faber[32] 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[33].

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[34]. Durch den Zinseszinseffekt kommt es zudem über längere Perioden, aber auch bei Fabers Beispielen, zu erheblichen Unterschieden in der Anlageperformance. Die aufgetretenen Verluste sind zudem sehr unterschiedlich und erreichen bei reinen Aktienportfolios knapp über 50%[35]. 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%[36]). Somit hilft die Faber-Analyse unseres Erachtens bei der Wahl einer „optimalen" Asset-Allokation nicht viel weiter.

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

Wir wählen als unser Ausgangsportfolio lieber das sogenannte Weltmarktportfolio, also die Allokation zu Anlageklassen, wie sie näherungsweise über alle Anlegergruppen und alle Anlagemärkte an den Finanzmärkten vorzufinden ist[37].

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 deshalb[38] zu „Fehlallokationen" führt. Hinzu kommt, dass ein Großteil des weltweit angelegten Kapitals

---

[32] S. Faber 2015
[33] s. Faber 2015, S. 104; Analyseperiode 1973-2013; ähnlich siehe Söhnholz/Rieken/Kaiser 2010, S. 33 für 2002-2008
[34] Das kann man z.B. auf www.portfoliocharts.com bzw. www.portfoliovisualizer.com sehen bzw. selbst testen
[35] s. Faber 2015, S. 42
[36] s. Faber 2015, S. 42
[37] zur Weltmarktallokation siehe auch Jacobs/Müller/Weber 2009, Doeswijk/Lam/Swinkels 2014 und Vacchino/Schuller 2015 und 2018
[38] siehe u.a. sogenannte Biases und Framing z.B. bei Weber et al. 2015 S. 38-41

teilweise starken Regulierungen unterliegt, die in den Jahren nach der Finanzkrise 2008 noch zugenommen haben. So dürfte derzeit weltweit wesentlich mehr Geld in angeblich sicheren Staatsanleihen angelegt sein, als es nach klassischen Portfoliooptimierungen oder auch den freien Willen von Anlegern der Fall wäre.

Das Weltmarktportfolio hat aber erhebliche Vorteile, weil es die aggregierte Allokation von allen Kapitalanlegern weltweit über alle Anlageklassen darstellt. Es ist ein diversifiziertes Multi-Asset Portfolio, welches sich mit den jeweiligen Märkten entwickelt. Wenn man es nachbildet, müssen keine aktiven Asset-Allokationsentscheidungen getroffen werden. Wenn man zur Umsetzung dann noch liquide kapitalisierungsgewichtete Indextracker-Fonds (meist ETFs) nutzt, ist nicht nur die Asset-Allokation, sondern auch die Titelselektion passiv und mit nur geringen Implementierungskosten verbunden.

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. Deshalb sind institutionelle (regulierte) Anleger sehr stark in Staatsanleihen investiert. Dabei wurde von Regulierern oft gar nicht oder nur wenig zwischen Anleihen verschiedener Staaten unterschieden. Die Annahme dahinter ist nachvollziehbar: Staaten können ihre Schulden normalerweise zurückzahlen, da sie im Zweifel zusätzliche Einnahmen durch Steuern oder Abgaben generieren können. Zahlreiche Staatspleiten und Schuldenschnitte der Vergangenheit[39] 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 deshalb unwahrscheinlich, dass sich in relativ stabilen bzw. normalen Marktumfeldern die vorgesehenen Anlagequoten einzelner Klassen stark verändern.

Das kann bei privaten Anlegern, die Anlagemoden stärker unterliegen können, anders sein. Zu erheblichen Änderungen institutioneller Portfolios und deshalb des Weltmarktportfolios insgesamt kommt es wohl vor allem, wenn einzelne Anlageklassen durch Markteinflüsse stark an relativem

[39] S. Reinhart/Rogoff 2009

Gewicht verlieren, wie es in der Finanzkrise von 2008 für alle aktienmarktabhängigen Anlagen der Fall gewesen ist. Nach der Krise konnte man beobachten, dass institutionelle Anlagequoten sich an der jüngsten Vergangenheit orientierten, d.h. Aktienquoten im Vergleich zum Vorkrisenniveau relativ niedrig blieben und nicht durch aktive Aktienkäufe auf das relativ hohen Vorkrisenniveau erhöht wurde.

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

Die Messung bzw. Bestimmung des „echten" Weltmarktportfolios ist allerdings schwierig. Fabers Weltmarktportfolio [40] 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 Rückrechnungen/Backtests optimiert und für unsere Betrachtung deshalb nicht relevant.

Mebane Faber hat nur Aktien, Anleihen und einen geringen Anteil Immobilien (in Form von REITs: Real Estate Investment Trusts) im Portfolio. Die Analysen von Doeswijk/Lam/Swinkels und vor allem das aktuellere und umfassendere Weltmarktportfolio von Vacchino/Schuller scheinen uns 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. Das bedeutet theoretisch bis zu 40 Positionen im Portfolio. Da einige Positionen aber höhere Allokationen als 2,5% haben werden, haben wir uns für diese Mindestgrenze entschieden. So ist z.B. das Anlagesegment High-Yield Bonds (hochverzinsliche bzw. riskante Anleihen) nicht in unserem Startportfolio vertreten.

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

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[41].

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 deshalb bei uns separat geschätzt und allokiert.

Die Abgrenzung von Anlageklassen ist schwierig. So ist für uns das Edelmetall Gold ein Bestandteil der Anlageklasse Rohstoffe aus dem Segment der Edelmetalle und keine eigene Anlageklasse Außerdem halten wir Infrastruktur für eine eigene Anlageklasse und auch Agrar- bzw. Farmland und Forst. Letztere werden in anderen Klassifikationen teilweise Immobilien (Land/Grundstücke) und zum Teil 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[42].

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[43] 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[44]. Für Immobilienaktien/REITs[45] gibt es Untersuchungen, die zeigen, dass die Renditen

---

[41] 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 ab 2017 nicht mehr als solche berücksichtigen.

[42] 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.

[43] Real Estate Investment Trust sind meistens steuerbegünstigte Immobilienaktien, t.w. aber auch Investmentfondsartig

[44] s. auch Gabriel 2016

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

mittelfristig den zugrunde liegenden Anlageklassen nahekommen. Für Rohstoffaktien und Agrarland/Forst haben wir noch keine vergleichbaren Untersuchungen gesehen[46].

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 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[47]. 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 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. Deshalb werden Staatsanleihen entwickelter Länder mit geringen Restlaufzeiten nicht ins Portfolio aufgenommen, weil wir für diese negative Yields-to-Maturity annehmen. Für Anleger wird der „Verzicht" auf kurzfristige Anleihen dadurch „kompensiert", dass sie in der Regel eine risikotoleranzabhängige Mischung aus Weltmarktportfolio und Cash halten.

Die Wahl des Weltmarktportfolios als Startportfolio und die hier genannten Modifikationen sind nicht annahmefrei. Allerdings verwenden wir weder Punkt- noch Bandbreitenprognosen für

[46] 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

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

irgendwelche konkreten Zeitpunkte bzw. Zeitabschnitte in der Zukunft[48]. 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 allokieren 15% zu Rohstoffen und Vacchino/Schuller weisen einen Anteil von fast 50% in Private Equity, Immobilien und Agrarland aus. Mit unserer 30% Start-Allokation zu diesen „alternativen" Segmenten liegen wir am oberen Ende der Allokationen im Vergleich zu den anderen Studien. Da diese „alternativen" Segmente mit Aktien-ETFs umgesetzt 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%. [49] Für Anfang 2019 nehmen wir aufgrund der aktualisierten Studie dieser Autoren[50] 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 „Alternatives-Anteil" (ohne Private Equity) steigt auf 22,5%. Für 2020 haben wir keine Rebalanzierung vorgenommen, da uns keine neuen Studien zur Weltmarktalloaktion bekannt sind. Für 2021 haben wir aber eine systematische Anpassung unter Berücksichtigung vergangener Renditeentwicklungen durchgeführt.

1.11. Strukturierte und nachvollziehbare Index- und ETF-Selektion

Die Umsetzung der Allokation soll möglichst repräsentativ erfolgen. Nach der Asset-Allokation ist deshalb idealerweise eine Indexselektion erforderlich, denn für fast alle Anlagesegmente gibt es

[48] Prognosen sollten so präzise sein, dass sie falsifizierbar sind.
[49] Gadzinski/Schuller/Vacchino 2016
[50] S. Gadzinski/Schuller/Vacchino 2018

unterschiedliche Indizes[51], 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 in unserem Startjahr 2015 „nur" ca. tausend ETFs, die für deutsche Anleger geeignet sind. Aufgrund der zahlreichen weiteren wichtigen ETF-Selektionskriterien, die die ETF-Wahl bestimmen, wird deshalb auf die Ebene der vorgelagerten systematischen Indexselektion verzichtet und direkt auf Ebene der ETFs selektiert, wobei Indexunterschiede aber berücksichtigt werden[52].

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 für traditionelle Multi-Asset Portfolios in erster Linie ETFs, also börsennotierte (Index-)Fonds ein. Für besonders verantwortungsvolle Portfolios nutzen wir dagegen Aktien und Anleihen direkt als Einzeltitel.

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 oft 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)[53] und neben den Verwaltungsvergütungen auch sonstige Kosten und die Nachsteuerrendite eine wichtige Rolle. Zumindest solange erst wenige Anleger nach unseren Regeln anlegen und da wir aus Kostengründen geringe Handelsaktivitäten bevorzugen, spielen Liquidität und Volumen von einzelnen ETFs nur eine untergeordnete Rolle.

[51] s. Söhnholz 2012, S. 14

[52] Das gilt besonders für die verantwortungsvollen ETF-Portfolios für die (anders als für die breit diversifizierten Weltmarktportfolios) besonders „strenge" Indizes in Bezug auf Ausschlüsse und ESG Anforderungen genutzt werden sollen

[53] Deshalb ziehen wir für nicht explizit nachhaltige Portoflios synthetische ETFs anderen ETFs vor.

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[54].

ETF-Änderungen in den Musterportfolios erfolgen im Rahmen der Jahresprüfungen[55], sobald uns bekannt wird, dass es möglicherweise gut (bzw. besser als bereits im Portfolio vorhandene) passende ETFs gibt und die ETFs anhand unserer Kriterienliste auf Eignung geprüft wurden. Die Änderung von ETFs in den unseren Musterportfolios folgenden realen Depots sollte die Transaktionskosten der ETF-Änderung im Portfolio berücksichtigen. Über die Änderungen der Portfolios wird ein Logbuch geführt.

1.12. Steuerliche Aspekte der ETF-Selektion

Bei der ETF-Selektion 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. In Deutschland öffentlich angebotene Fonds müssen ein solches Reportfing bereitstellen. Die Berücksichtigung dieser Steuerkriterien kann dazu führen, dass nicht immer die günstigsten ETFs ausgewählt werden.

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 deshalb typischerweise ebenfalls nicht währungsgesichert. Das unterscheidet uns von anderen Ansätzen, bei denen oft zumindest die Anleihen in den Portfolios währungsgesichert werden.

---

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

[55] Siehe Abschnitte 1.14. und 3.5.

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

Währungsgesicherte ETFs werden sich deshalb 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 manchmal nur mit sehr hohen Summen und administrativem Aufwand umsetzbar. Auch Rebalanzierungen der Allokationen, die wir einmal pro Jahr prüfen, verursachen bei 20 ETFs einen zeitlichen Aufwand und können vor allem bei kleinen Portfolios erhebliche Transaktionskosten mit sich bringen[56].

Wir gehen davon aus, dass Anlageportfolios nicht dauerhaft unverändert gelassen werden sollten. Wir halten sogenannte Rebalanzierungen grundsätzlich für geboten[57]. 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[58]. 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

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

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

[58] dazu siehe auch Vanguard 2010 oder DeMiguel/Garlappi/Uppal 2009

theoretische Weltmarktportfolio. Dabei werden aber Rebalanzierungen von Anlegern vernachlässigt. Außerdem ist unser Weltmarktportfolio nur eine vereinfachte Abbildung des echten Weltmarktportfolios. „Das" echte Weltmarktportfolio ist zudem schwer zu bestimmen: Unterschiedliche Untersuchungen kommen zu unterschiedlichen Weltmarktportfolios und nicht alle diese Untersuchungen werden regelmäßig aktualisiert.

Deshalb halten wir es für gerechtfertigt, ein Mal pro Jahr die Allokation unseres Musterportfolios zu überprüfen und gegebenenfalls Rebalanzierungen durchzuführen, wenn wir zu große Abweichungen von den von uns genutzten Basisstudien feststellen. Dabei gehen wir davon aus, dass auch institutionelle Anleger solche Rebalanzierungen vornehmen und man das Weltmarktportfolio deshalb nicht über mehrere Jahre nur aufgrund von Wertentwicklungen der Anlagesegmente fortschreiben kann.

Hinzu kommt, dass einige der ETFs in unseren Musterportfolios ausschüttend gestaltet sind und Ausschüttungen sollten 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[59].

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, unseren Musterportfolio-Umschichtungstag nicht vorab genau 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.

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

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

[59] siehe dazu auch Abschnitt zu Sparplänen

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[60].

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

Ähnliches gilt für risikoscheue Anleger. Normalerweise wird diesen empfohlen, den Anleiheanteil ihres Portfolios gegenüber dem Aktienportfolio stark über zu gewichten und maximal 30% Aktien im Portfolio zu halten. Wir halten ein typisches Anleiheportfolio aber für keinesfalls risikofrei. So 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[61]. Der Nachteil dieser Anlagen ist, dass sie fast immer weniger Zins zahlen, als die Inflationsrate beträgt, dass das Geld also real an Kaufkraft verliert. Das gilt natürlich erst recht bei Negativzinsen für die Kontonutzung.

[60] 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.
[61] siehe auch https://bankenverband.de/service/einlagensicherung/sicherungsgrenze-abfragen

1.14.1. Individualisierungsvariante A: Mischung aus Portfolios von Diversifikator 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[62].

Sogenannte OGAW-bzw. UCITS-Fonds[63] sind zwar nicht durch den Einlagensicherungsfonds abgesichert, gelten aber als sicher vor fremden unberechtigten Zugriffen, da sie Sondervermögen sind[64]. Nach Problemen in der Vergangenheit gelten nach Regulierungsänderungen Geldmarktfonds inzwischen als relativ sicher vor nennenswerten Verlusten[65]. Auch Fonds, die in kurzlaufende Anleihen sicherer Schuldner investieren, können als relativ sicher angesehen werden. Gemeinsam ist diesen Anlagen derzeit in der Regel, dass sie real, also nach Abzug der Inflationsrate, keine oder nur eine sehr geringe Rendite bringen oder dass sogar – allerdings 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[66].

Auf Auszahlungszeitpunkte oder das Lebensalter (sogenannte Target Date oder Lebenszyklusprodukte) ausgerichtete Portfolios planen wir nicht. Wir gehen davon aus, dass jeder

---

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

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

[64] siehe BVI 2014

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

[66] 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

Anleger seine Finanzsituation und seine Portfolios mindestens einmal jährlich überprüfen sollte. Ergeben sich aus dieser Überprüfung andere Anlagehorizonte als bisher bzw. andere Verlusttoleranzen, kann der Anleger die Allokation zu Renditeportfolio und Cash entsprechend anpassen.

1.14.2. Individualisierungsvariante B: Risikosignal-gesteuerte Portfolios von Diversifikator

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 meist recht wirksam beschränken, haben aber sehr hohe Opportunitätskosten. Das heißt, man verpasst oft den rechtzeitigen Wiedereinstieg in Märkte und hat deshalb über längere Marktphasen üblicherweise eine wesentlich geringere Rendite, als wenn man ständig voll im Markt investiert gewesen wäre. Für Anleger mit längerfristiger Perspektive gibt es einige interessante Untersuchungen zu Signalen, die über viele Jahre gute Ergebnisse geliefert haben, die aber oft auch einige Jahre in Folge nicht so wie erwartet funktionieren[67].

1.14.3. Weitere Individualisierungsmöglichkeiten in Bezug auf illiquide Anlagen

Wie viel Geld in Cash und wie viel z.B. ins Weltmarktportfolio investiert wird, hängt auch davon ab, wie das sonstige Anlegervermögen angelegt ist. Unsere Portfolios 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[68] spielen illiquide Anlagen deshalb eine große Rolle, vor allem für vermögende und institutionelle Anleger. Anleger, die zum Beispiel viel Geld direkt und/oder über sogenannte geschlossene Fonds in europäischen

[67] s. z.B. Geczy/Samonov 2015, Ooi 2014 und Hurst/Ooi/Pedersen 2012
[68] siehe Söhnholz et al 2010, S. 97/98

Immobilien gebunden haben, könnten den entsprechenden Immobilien-ETF-Anteil in dem auf sie abgestimmten individuellen Weltmarktportfolio reduzieren, um ihre aggregierten Immobilienrisiken zu reduzieren[69].

1.15. 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 attraktive 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 (Vertriebs-)Provisionen für Berater auch für die risikoarmen „Cash-ähnlichen" Portfoliobestandteile an. Gerade bei sogenannten defensiven Mischfonds mit maximal 30% Aktienanteil und 70% oft fast renditelosen „Cash-ähnlichen" Anlagen kann das zu nennenswerten Einnahmeunterschieden für Berater führen. Der Verzicht von Diversifikator auf Gebühren für Cash kann theoretisch auch dazu führen, dass Berater einen höheren Anteil in Risikoanlagen von Diversifikator 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.

1.16. Anlageberater haben sehr wichtige Aufgaben

Die Portfolios, die wir entwickeln, sollen einfach sein. Deshalb könnte man meinen, dass damit Anlageberater überflüssig werden. Aber bei einer guten Finanzberatung geht es um weit mehr, z.B. um[70]

1) Bestimmung der Höhe und der Zusammensetzung, der Renditepotentiale und der Risiken des aktuellen Vermögens und der verfügbaren Einnahmen des Anlegers inklusive des

[69] 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.

[70] S. dazu auch Abschnitt „Modularer Einsatz"

Arbeits- bzw. Humankapitals (inklusive Human- bzw. Jobrisiko) und des Pensionsvermögens[71], 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 eines sinnvollen Altersversorgungs- und Versicherungsschutzes des Anlegers

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

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 vollständig online abgearbeitet werden, aber einige können sehr gut mit Hilfe standardisierter Tools unterstützt werden.

[71] s. z. B. Blanchet 2014, S. 52

Zur systematischen Vorbereitung eines Gespräches mit einem Anlageberater können kostenpflichtige Software-Programme wie der Lexware FinanzManager[72] genutzt werden. Diese Tools enthalten nicht nur Haushaltsplaner und Kontenaggregationen, sondern verschaffen teilweise auch einen Überblick über Versicherungen bzw. beinhalten einfache Finanzplanungshilfen. Die ca. EUR 50-100 p.a., die solche Programme typischerweise kosten, halten wir für eine gute Investition. Es gibt inzwischen 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[73]. 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.[74] Auf www.diversifikator.com stellen wir zudem eigene kostenlose „Tools" zur einfachen Risikobestimmung und Portfoliowahl zur Verfügung.

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

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

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

---

[72] 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

[73] basierend auf Kaufmann/Weber/Haisley 2013

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

1.17. Attraktive Honorarberatung

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

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

Dazu ist meist ein separater Vertrag des Kunden mit dem Berater nötig. Dafür nehmen weder Berater für diesen Teil ihrer Empfehlungen noch wir irgendwelche Provisionen von 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 potenzielle Interessenten auf uns verweisen. Wir selbst zahlen keine Vergütungen an Berater oder Tippgeber, aber es spricht zumindest aus unserer Sicht nichts dagegen, wenn sich Tippgeber von den Anlegern bzw. anderen Beratern, denen sie Tipps gegeben haben, entlohnen lassen. Vermittler können auch (ETF-)Musterportfolios von Diversifikator vermitteln, die von Vermögensverwaltern umgesetzt werden. Dafür können sie Vergütungen der Vermögensverwalter erhalten.

1.18. Datenschutz durch weitgehenden Verzicht auf Analysen von Anlegerdaten (No- bzw. Small Data Security 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[75].

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

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

Angaben zu ihren Interessengebieten und speichern diese auch. Wir geben diese Informationen nur weiter, wenn der Interessent eingewilligt hat und diese Einwilligung kann jederzeit widerrufen werden.

Diesen Ansatz bezeichnen wir als No- bzw. Small Data Security-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 wir nicht vorhaben, unsere Unternehmensanteile zum Beispiel bei einem Börsengang zu verkaufen, fällt uns der Verzicht auf solche kommerziell nutzbaren Kundendaten aber nicht schwer. Es ist deshalb aber umso wichtiger für uns, nicht durch sogenannte Trittbrettfahrer[76] ausgenutzt zu werden.

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

Außer dem Weltmarktportfolio entwickeln wir weitere systematisch-prognosefreie Portfolios, insbesondere solche mit Fokus auf sozial und ökologisch gute Anlagen mit guter „Governance/Aufsicht“ („ESG“ für Environment, Social and Governance oder „SRI“ für Socially Responsible Investments oder „RI“ für Responsible Investments bzw. Verantwortungsvolles Investieren; diese Begriffe werden der Einfachheit halber hier als austauschbar angesehen)[77].

Zahlreiche Untersuchungen haben gezeigt, dass man als Anleger bei verantwortungsvollen Geldanlagen meist weder auf Rendite verzichten noch zusätzliches Risiko in Kauf nehmen muss[78]. Wir erwarten deshalb, dass Investments nach solchen Kriterien künftig wichtiger werden. Für institutionelle Investoren wird bereits seit einiger Zeit darüber diskutiert, ob sie nicht sogar eine Pflicht zur Berücksichtigung von ESG Kriterien haben[79].

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

[76] Also solche Personen, die unsere Portfolios für die Geldanlage nutzen, ohne uns zu bezahlen
[77] Details siehe https://www.dvfa.de/fileadmin/downloads/Verband/DVFA-Verantwortungsvolle-Geldanlagen-2018-09-25.pdf bzw. Söhnholz/Frank 2018
[78] siehe Söhnholz 2014b; Hale 2016
[79] vgl. UNEP 2015

angebotenen ETFs erfüllen nicht unsere strengen Selektionsanforderungen[80]. Unter passend verstehen wir eine Anwendung umfassender Ausschlüsse und strenger ESG-Regeln. So werden von Datenanbietern oft über 100 ESG-Kriterien pro Aktie erhoben. Die erhobenen Daten unterschieden sich von Anbieter zu Anbieter und auch die Aggregation der Daten ist unterschiedlich. So nutzen einige Datenanbieter und auch Anleger Ausschlusskriterien, andere arbeiten dagegen nur nach dem Best-In Class Konzept[81].

In Deutschland wurde in den Jahren 2015 bis 2018 nur eine relativ geringe Anzahl steuereffizienter[82] ESG-ETFs angeboten und das teilweise auch erst seit Kurzem. Relativ viele basieren auf dem ESG-Ansatz von MSCI, einem der führenden internationalen Indexanbieter. Wir haben uns deshalb in 2015 entschieden, ebenfalls diesem Ansatz zu folgen. Das führt dazu, dass wir zum Start nur von der UBS entwickelte ETFs genutzt haben. Mit der Ausnahme eines Unternehmensanleihe-ETFs handelte es sich dabei um Aktien-ETFs. Bei einer Allokation von 25% in Unternehmensanleihen und 75% in Aktien hatte das ETF ESG-Portfolio damit zu Beginn auch andere Chancen und Risiken als das Weltmarktportfolio, insbesondere hat es damit eine höhere allgemeine Aktienmarktabhängigkeit.

Aufgrund von zusätzlich verfügbaren Unternehmensanleihe-ETFs konnte der Anleiheanteil zu Beginn 2018 auf 42% erhöht werden, so dass der Gesamtanleiheanteil damit eher dem des Weltmarktportfolios entspricht. Ab Anfang 2019 konnte als Ersatz für Staatsanleihen, die wir f+r dieses Portfolio grundsätzlich nicht berücksichtigen, weil wohl alle Staaten oft viele nicht-nachhaltige Aktivitäten finanzieren, zusätzlich ein ESG-ETF mit Anleihen institutioneller Entwicklungsinstitutionen aufgenommen werden. Der Anteil an Unternehmensanleihen wurde entsprechend reduziert. Der erste nachhaltige ETF für alternative Anlagen, nämlich für Immobilien, war jedoch erst für das 2020er ESG ETF-Portfolio verfügbar. Wir haben uns gegen einen ebenfalls seit 2019 verfügbaren angeblich verantwortungsvollen Staatanleihe-ETF entschieden, weil Staaten durch Förderungen von fossilen Brennstoffen, Atomkraft, Waffenexporten etc. generell nicht unseren Nachhaltigkeitsanforderungen entsprechen. Ab Ende 2020 konnte auch das Infrastruktursegment mit einem ESG-ETF besetzt werden.

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

---

[80] siehe http://prof-soehnholz.com/verantwortungsvolle-investments-im-vergleich-sri-etfs-sind-besser-als-esg-etfs/

[81] S. Söhnholz/Frank 2018

[82] D.h. mit deutschem Steuerreporting

Zunächst wegen fehlender ETF-Alternativen (Immobilien, Infrastruktur und Deutschland-Portfolios seit Ende 2016) und um strengere ESG-Anforderungen umzusetzen, haben wir seit 2017 zahlreiche ESG Aktienindizes entwickelt[83].

[83] Details siehe Abschnitt 3

1.20. Institutionelle Ansprüche und Eignung auch für professionelle Anleger

Unsere Portfolios sind zwar ursprünglich überwiegend für Privatanleger entwickelt worden, aber sie sollen auch institutionellen Ansprüchen genügen. Regelbasierte Anlagen mit offen gelegten Regeln sind für institutionelle Investoren konzeptionell sogar besonders attraktiv, da sie durch ihre hohe Transparenz regulatorische und Compliance-Vorgaben besonders gut erfüllen können. Auch robuste Kapitalanlagen sind für institutionelle Anleger meist attraktiver als volatile Anlagen. 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 [84], unterschiedlichen institutionellen Implementierungs-bedürfnissen flexibel nachkommen und bei Bedarf auch ein institutionelles Reporting liefern

[84] s. Abschnitt zu Faktoranalysen

können, gibt es viele Gründe, warum unsere Portfolios auch für institutionelle Anleger interessant sein sollten. Auch mit unserem speziellen Fokus auf „verantwortungsvolle" bzw. nachhaltige ESG-Portfolios sollten wir für institutionelle 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. Deshalb 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.

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

Besonders in den USA wächst der Sektor der sogenannten Smart-Beta ETFs[85] besonders stark. Wie der Name schon sagt, sollen solche Produkte intelligenter sein als normale ETFs. Die Überlegungen, die hinter den Produkten stehen, sind interessant. Der Hintergrund: „Beta" steht für Marktperformance, so wie „Alpha" als Begriff für die Fähigkeiten zur Outperformance von Märkten genutzt wird. Smart-Beta steht für regelbasierte (und meist auch Prognosefreiheit, deshalb sind Smart-Beta Strategien aus unserer Sicht konzeptionell attraktiv) Abweichungen von kapitalisierungsgewichteten Indexkonzepten. Konzepte, die auf teils wenig transparenten Index-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[86]. Anleihen werden in der Regel nach Gesamtwert der ausstehenden Anleihen, also vereinfacht gesagt nach der Schuldenhöhe des Emittenten, gewichtet. Das heißt aber auch: Je höher die Kurse einer Aktie sind bzw. je mehr Schulden ein Staat oder ein Unternehmen aufgenommen hat, desto höher wird dieses Wertpapier im Index gewichtet. Anders ausgedrückt: Diese Indizes sind prozyklisch aufgesetzt.

Sehr viele Untersuchungen zeigen, dass fast jede andere Art von Gewichtung zu höheren Renditen von Anlagen führt als Kapitalgewichtungen. Viele Untersuchungen zeigen, dass besonders Gleichgewichtungen von Aktien in zahlreichen Perioden und Märkten bessere Renditen bringen als

[85] Morningstar spricht von Strategic Beta
[86] Gewichtung = Kurs * Anzahl der relevanten Aktien

Kapitalisierungs- aber auch als viele andere Arten von Gewichtungen[87]. Die bessere Rendite von alternativen („smarten") Gewichtungen kann zum Teil auf anti-zyklische Effekte durch bei all diesen Ansätzen nötige Rebalanzierungen zurückgeführt werden.

Eine Weiterentwicklung von Smart-Beta Strategien arbeitet nicht nur mit anderen Gewichtungen, sondern auch mit anderen Selektionskriterien als klassische Indizes, für die Größe (Kapitalisierung bzw. Schuldenstand etc.) im Vordergrund steht. So meinen einige Wissenschaftler[88] 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 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 Faktor wie Qualität dazu kommt. Multi-Faktor-Portfolios kombinieren dann z.B. einen Value- und einen Quality-ETF. In dem Value-ETF können aber auch Aktien schlechter Qualität und in dem Quality-ETF können Aktien mit schlechtem Value enthalten sein. Die Kombination dieser beiden ETFs wird aller Wahrscheinlichkeit nach zu erheblich anderen Ergebnissen führen, als eine gleichzeitige Anwendung von Qualitäts- und Valuekriterien auf ein Aktienuniversum. Multi-Faktor-Investing ist also von relativ vielen Annahmen abhängig, zumal Faktoren oft sehr unterschiedlich gemessen werden.

[87] s. Söhnholz 2012b, u.a. deshalb sind die direkten Aktienportfolios so gewichtet
[88] z.B. Fama/French 2013 mit ihren Faktormodellen

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 einen Partner haben wir aber ein Smart-Beta ETF-Portfolio entwickelt, welches vor allem auf die Vorteile von anderen als Kapitalisierungsgewichtungen setzt[89].

1.22. 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[90]. 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 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"-

[89] Die ETFs des Equity Income (DW) ETF-Portfolios nutzen Dividendengewichtungen
[90] s. z.B. Söhnholz 2012, S. 24/25

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 deshalb bei bereits identifizierten Faktoren liegen, von denen es allerdings auch bereits sehr viele gibt[91]. 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. [92]

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

Neben der Diversifikation über Anlageklassen bzw. Faktoren ist die Diversifikation über die Zeit ein wichtiger Ansatz 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[93]. Über länger Anlageperioden kann man aber oft feststellen, dass sich selbst Wertpapierkäufe zu Höchstkursen durch grundsätzlich dauerhaft steigende Märkte oft gut rentieren.

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

[91] s. z.B. Faktor-Zoo Beitrag von Hsu/Kalesnik 2014
[92] Auf www.diversifikator.com findet sich eine einfache Faktoranalyse für die Portfolios von Diversifikator
[93] s. z. B. Malkiel/Ellis 2013, S. 128-131

allerdings keine Methode, die immer zuverlässig funktioniert. Zumindest partielle Kapitalgarantien kann man heute für sehr viele Portfolios mit Derivaten selbst entwickeln oder von Dritten (Banken) 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 [94] gibt es dafür auch rationale Begründungen. Wenn man einen Abschwung rechtzeitig erkennt, sollte man deshalb aus dem Markt aussteigen bzw. wenn man einen Aufschwung erkennt, einsteigen 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[95]. Allerdings sind die Anforderungen an gute Signalsysteme sehr hoch[96].

---

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

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 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.

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.[97]

Aufgrund dieser Nachteile haben wir Trendfolge- bzw. Risikosteuerungssignale zunächst nur als Zusatzmodul für interessierte Anleger angeboten und nicht als festen Bestandteil unserer Basisportfolios angeboten.

[97] Die hier skizzierten Risikosignaltests wurden im August/September 2016 durchgeführt und dokumentiert und die detaillierte Dokumentation wird auf www.diversifikator.com zur Verfügung gestellt, siehe https://diversifikator.com/de/wp-content/uploads/2017/01/161230%20Diversifikator%20Test%20von%20Risikomanagement-Modellen.pdf

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

Für eine gute Rendite sind niedrige Kosten wichtig[98]. Die Kosten für unsere Services sind mit 0,3% p.a. bzw. mit den empfohlenen 1% p.a. inklusive Beratung bzw. Verwaltung relativ niedrig. 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 einzige Beraterstunde, denn Berater wollen verständlicherweise nur Kunden betreuen, von denen sie für ihre Beratungsleistung adäquat honoriert werden.

Für Interessenten mit geringen Anlagebeträgen, die keinen Berater finden, 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 0,3% p.a. für die Musterportfolioentwicklung und -pflege sowie die Internetunterstützung an uns und 0,75% p.a. an den Berater bzw. Verwalter. Die 0,75% p.a. entspricht in etwa der Marge, die ein Berater erhält, wenn er Fonds vertreibt und Provisionen der 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.[99] (0,19% bei 1%) auf diese Servicegebühr zusätzlich erhoben werden. Hinzu kommen die Kosten für den Kauf-

[98] s. z.B. Faber 2015, S. 104
[99] 16% von Juli bis Dezember 2020

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[100], 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[101]).

Bei Fondsinvestments fallen diese Gebühren aber 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 deshalb in 2016 ca. 1-2% p.a. günstiger als vergleichbare traditionelle Angebote[102]. Das ist sehr viel, wenn man bedenkt, wie niedrig die Zinsen derzeit sind. Ohne die Berücksichtigung unserer Nicht-Gebühren auf Cash, ist unser Angebot mit 1% p.a. nach unseren Schätzungen allerdings bis zu 0,5% p.a. teurer als manche beratungsfreien Onlineangebote (Robo-Advisor Angebote).

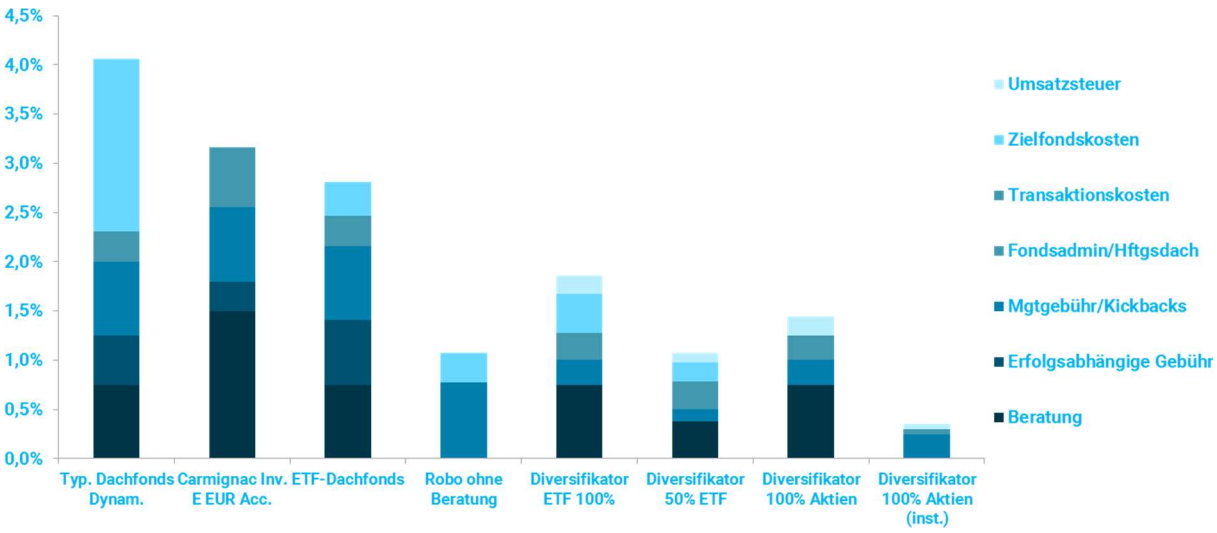
Wie vielfach klargestellt, halten wir Beratung für sehr wichtig. Unsere Preispolitik ist deshalb so gestaltet, dass Selbstentscheider unsere Leistungen zwar gerne nutzen können, aber genauso viel zahlen sollen wie beratene Anleger. Die technische Abwicklung stellt sich dabei unterschiedlich dar. So gibt 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 0,3% p.a. inklusive Umsatzsteuer überweisen.

[100] bei aktienorientierten Fonds liegen diese typischerweise bei 0,5% bis 1% p.a. im Vergleich zu unseren Servicegebühren von 0,3% p.a.
[101] s. Petersmann-Institut in Heuser 2015, S. 226
[102] s. dazu auch die Kostenanalyse auf www.diversifikator.com

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.[103]

Den folgenden Vergleich haben wir Ende 2015 erstellt:



1.25. 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 und dem Broker bzw. Handelsplatz abhängig. Es ist deshalb ratsam, eine Depotbank bzw. einen Broker auszuwählen, die besonders günstige ETF- bzw. Aktienorder- und Handelskosten hat. Dabei ist auch auf die sogenannten Handels-Spreads beim Kauf/Verkauf von ETFs und Aktien zu achten. Einen aktuellen Überblick über

[103] Details zur Abwicklung werden auch im Abschnitt „Kosten" in „Fragen und Antworten" beschrieben

Depotgebühren findet man an vielen Stellen im Internet. z.B. bei Finanztest oder auch www.finanztip.de und www.biallo.de. [104]

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[105], 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%[106] zu berücksichtigen. 0,3% p.a. (inkl. Umsatzsteuer) sind unsere Standardvergütung.

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.

---

[104] Seit 2019 bieten z.B. Traderepublic, Justtrade und Gratisbroker insgesamt sehr günstige Handelsmöglichkeiten an

[105] Allgemeine Geschäftsbedingungen

[106] 16% von Juli bis Dezember 2020

Auch von Selbstentscheidern verlangen wir 1% p.a. plus Umsatzsteuer 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 Umsatzsteuer 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%. Allerdings gibt es seit 2019 auch in Deutschland sogenannte Gratisbroker, mit denen – meist gegen Überlassung von Daten, relativ günstig gehandelt werden kann. Dabei ist unter andrem darauf zu achten, zu welchen Preisen/Kursen Wertpapierkäufe bzw. -Verkäufe erfolgen. Diese sind oft etwas höher/niedriger als Käufe an offiziellen Marktplätzen (Börsen).

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

[107] Bei der Nutzung sogenannter „Gratisbroker" spielen diese Kosten keine große Rolle mehr

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

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

Bei der Umsetzung dieses „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, bei vielen Depotbanken 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. Deshalb haben wir ebenfalls in 2015 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, was zumindest bis Ende 2019 nicht der Fall war.

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 zumindest bis Ende 2019 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 deshalb normalerweise keine Portfolioänderungen mehr nötig, es sei denn, wir passen das Idealportfolio an und diese Änderung soll vom Anleger umgesetzt 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.

Je nachdem, wie und wo (Depotbank) die Anlage umgesetzt wird, können die individuellen Anlagen vom Idealportfolio bzw. dem aktuellen Musterportfolio abweichen.[108]

1.27. 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

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

gelockert werden, weil der Handel für mehrere Anleger gleichzeitig sehr viel kostengünstiger sein kann, als wenn jeder Anleger allein handelt.

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

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

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

Mit unserer hohen Transparenz wollen wir erreichen, dass Endkunden und Berater möglichst alle unsere Überlegungen und Schritte nachvollziehen können. Eine reine Do-It-Yourself Geldanlage ohne gute Berater ist aber schwierig, denn es sind viele teilweise komplexe Fragen zu beantworten und es gibt nicht immer standardisierte oder einfache Antworten dazu[109].

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 ein „Research Online, Purchase Offline" (RoPo) Verhalten von Anlegern.

Wir verwenden deshalb 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.

Diese Transparenz hat auch einen anderen Grund. Wir sind nicht allwissend und auch nur Menschen und machen deshalb auch Fehler. Außerdem können wir nicht immer alle wissenschaftlichen Fortschritte oder guten Ideen aus der Praxis sofort kennen bzw. analysieren. Wir freuen uns deshalb,

[109] siehe z.B. Abschnitt zur Rolle von Beratern 1.17

wenn wir auf Verbesserungsmöglichkeiten hingewiesen werden. Das geht am einfachsten, wenn eine möglichst hohe Transparenz über unsere Vorgehensweise herrscht.

Damit gehen wir weit über das hinaus, was klassische Portfolio- bzw. Assetmanager bieten. Oft ist es so, dass selbst innerhalb von Assetmanagement-Organisationen Geheimnisse um die Investment- bzw. Anlagemodelle der Portfoliomanager gemacht werden. Durch ansteigende interne Kontrollansprüche sollte es nicht mehr dazu kommen, dass interne Anlagemodelle grobe Fehler enthalten. Allerdings wird oft den wenigsten Kollegen der Portfoliomanager klar sein, wie 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[110]. Das Vorgehen:

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

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

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

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

Wir sind sehr skeptisch in Bezug auf klassische extrem inputabhängige Optimierungen und favorisieren robuste Portfolios, die in möglichst vielen Marktsituationen sicherstellen, dass die

[110] siehe Auer 2015a und www.diversifikator.com, alternativ www.portfoliovisualizer.com

Verlustgrenzen von Anlegern nicht überschritten werden und mit denen trotzdem –auch über mehrere Perioden –die Mindestrenditeziele des jeweiligen Anlegers erreicht werden.

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

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 deshalb unsere Portfolios einfach und relativ risikolos in ihren Depots implementieren, ohne uns oder ihren Beratern eine Vergütung zu zahlen.

Dieses Risiko besteht natürlich, aber wir vertrauen auf die Ehrlichkeit der Anleger. Außerdem sind viele unsere Portfolios sehr speziell[111]. Unseres Wissens waren wir die ersten, die öffentlich reine ETF ESG Portfolios angeboten haben[112]. Wir waren auch die ersten, die eine diversifizierte standardisierte ETF-Vermögensallokation auf Basis eines Weltmarktportfolios inklusive ca. 30% Infrastruktur-, Immobilien-, Rohstoff- und Private Equity-ETFs angeboten haben. Ähnliches gilt für mehrere der sehr konsequenten ESG Aktienportfolios.

Trittbrettfahrer können von Depotbanken bzw. Beratern relativ schnell an ESG-, Infrastruktur- und Private Equity ETFs in ihren Portfolios erkannt werden. Und unsere Aktienportfolios sind durch ihre vielen Ausschlüsse und hohen ESG-Anforderungen sehr speziell.

Auch professionelle Vermögensverwalter bzw. Portfoliomanager könnten unsere Portfolios nachbauen. Aber die Kosten für unsere Portfolios sind relativ gering und das Reputationsrisiko eines nicht genehmigten Nachbaus unserer Portfolios ist für seriöse Marktteilnehmer sehr hoch.

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

[111] in der Fachsprache: Wir haben Unique Selling Propositions oder USPs
[112] In Deutschland wurden solche Portfolios erst ab 2019 auch von anderen angeboten

Wenn unsere Einnahmen steigen, können wir außerdem die Zahl unserer Portfolios ausbauen und Anlegern weitere Tools zur Verfügung stellen.

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

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

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

Produktangebote für Privatanleger im Asset-Management-Markt werden sich unserer Ansicht 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 mit Fokus auf einzelne Anlageklassen[113]
3. Quantitativ-prognosebasierte Fonds für einzelne aber auch mehrere Anlageklassen
4. Diskretionär gemanagte Fonds für einzelne aber auch mehrere Anlageklassen

In den Kategorien 1, 3 und 4 gibt es aus unserer Sicht bereits genügend Produkte zur Auswahl. Unsere standardisierten ETF-Vermögensallokationen sind systematisch-prognosefreie Multi-Asset Lösungen, gehören also am ehesten in Kategorie 2. Unsere Kritik an den im Segment 2 vorherrschenden Smart-Beta Lösungen haben wir oben aufgeführt.

[113] Dazu zählen z.B. auch Smart Beta ETFs

Wir sehen eine Angebotslücke bei konzentrierten systematisch-prognosefreien Anlageklassen-spezifischen Lösungen, speziell bei solchen mit einem strengen ESG-Fokus, denn viele (ESG-)Indexfonds haben den Nachteil, dass sie in Bezug auf eine ausreichende Diversifikation von ca. 15 bis 30 Wertpapieren typischerweise zu breit gestreut sind[114]. Um eine breite Streuung zu ermöglichen, werden typischerweise geringere (ESG) Anforderungen an Portfoliobestandteile gestellt. Für konzentriertere Portfolios können strengere Anforderungen umgesetzt werden. Vergleichbares gilt für SDG (Impact) Portfolios.

1.31. 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 und einzelne Wertpapiere bzw. Investmentmöglichkeiten analysieren und gegebenenfalls zur Nutzung vorschlagen.

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

Auch die Aufnahme von Derivaten (v.a. Futures und Optionen) und Zertifikaten schließen wir nicht 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 manchmal schwierig umsetzbar. Zertifikate haben Emittentenrisiken und sind nicht immer sehr transparent und werden deshalb, ebenso wie Derivate, bis auf weiteres nicht in unsere Musterportfolios aufgenommen.

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

1.32. 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 wollen. Individuelles Reporting bekommen Anleger von ihrer Depotbank. Selbst wenn nur ein einziges Portfolio von Diversifikator umgesetzt wird, unterschieden sich Anlegerdepots bei Einmalzahlungen vor allem nach Erstinvestment- und Rebalanzierungszeitpunkten sowie unterschiedlichen Depotbankgebühren.

Bei Sparplänen auf ETF-Portfolios werden individuelle Umsetzungen vorherrschen: Je nach Höhe der Raten und aktueller Zusammensetzung des Depots sollten einzelne Raten normalerweise nur in einen einzigen ETF investiert werden, um die Transaktionskosten gering zu halten. Dabei ist vor allem auch auf niedrige Umsetzungskosten zu achten. So ist es grundsätzlich sinnvoll, Sparraten bzw. Zusatzinvestments vor allem in den ETF zu tätigen, welcher die höchste negative Allokations-Abweichung vom Musterportfolio-Regel-Anteil hat (denn im Laufe der Zeit ändern sich Musterportfolio-Anteile durch Wertveränderungen der Musterportfolio-Bestandteile). Dieses Vorgehen sollte sich durch den antizyklischen Effekt positiv auf das Gesamtportfolio auswirken können. Allerdings führt das dazu, dass die Abweichung besonders von Sparplan-Individualportfolios vom Musterportfolio erheblich sein kann[115].

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[116].

1.33. Wissenschaftliche Basis

Wir versuchen, wissenschaftliche Forschungen, aber auch Research aus der Praxis zu verfolgen und – sofern sinnvoll – zu berücksichtigen[117]. 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. Mit Ausnahme z.B. von Mathematik, sind 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,

---

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

[116] Detail siehe 3.5.

[117] Siehe dazu Beiträge auf www.prof-soehnholz.com

denn es könnte ja einen nicht-weißen Schwan geben, den man nur noch nicht gefunden hat. Sobald ein solcher nicht-weißer Schwan auftaucht, ist die Annahme „alle Schwäne sind weiß" falsifiziert.

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

1.34. Risiken und Interessenkonflikte

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

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

1.35. Selbstkritik und kontinuierlicher Verbesserungsprozess

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

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

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

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

Überdiversifikation und breite ETF Nutzung: Unser Weltmarktportfolio Basis enthält bei fast 20 ETFs indirekt sehr viele Aktien und Anleihen. Das ist eine sehr starke Diversifikation im Vergleich zu den oft als ideal genannten 15-30 Wertpapieren, die für eine gute Diversifikation (allerdings meist bezogen auf einzelne Marktsegmente und nicht auf ein breites Weltmarktportfolio) ausreichen sollen. Die ETF-Anbieter sorgen aber in der Regel dafür, dass die ihren ETFs zugrunde liegenden Indizes effizient abgebildet werden. Wir nutzen auch sogenannte synthetische ETFs, die mit Derivaten arbeiten[118], aber auch solche, die Indizes nicht komplett, sondern nur repräsentativ abbilden und schließen auch keine ETFs aus, die mit Wertpapierleihe zusätzliche Einnahmen für Anleger generieren.

Fehlender Track Record einiger Musterportfolios bzw. einiger der genutzten ETFs: Unsere Portfolios haben einige der Vorteile vieler ETFs: Sie sind kostengünstig und sehr transparent auch in Bezug auf die Regeln, die stabil bzw. robust sind. Wir wollen außerdem auf kostenlose Tools hinweisen bzw. solche selbst zur Verfügung stellen, damit Berater und Anleger unsere Regeln überprüfen können. So können die Portfolios selbst nachgerechnet werden. Ein echter Track Record ist für unsere Portfolios deshalb nicht so wichtig wie für „aktiv" gemanagte diskretionäre bzw. intransparente Fonds[119].

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

[118] Nicht jedoch für nachhaltige Portfolios
[119] Interessant ist Dahm/Sorhage 2015 zu den „Diseconomies" of Life von Publikumsfonds

1.36. Drei Startportfolios, Zusammenfassung und Abgrenzung zu anderen Ansätzen

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

- Weltmarktportfolio Basis mit 19 ETFs von 10 Anbietern und 30% „alternativen" Aktien-ETFs
- Weltmarktportfolio 7 mit 7 ETFs von 5 Anbietern und ebenfalls 30% „alternativen" Aktien-ETFs, ab 2017 umbenannt in Weltmarktportfolio S und Konzentration auf noch weniger ETFs
- ESG ETF-Portfolio (ESG steht für Environment, Social, Governance) mit 5 ETFs eines Anbieters in 2016[120].

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. ESG Aktien-Musterportfolios
- Angebot verantwortungsvoller (ESG) ETF-Portfolios
- „Andere", vollkommen regelbasierte und transparente Investmentphilosophie
- Präferenz für einfache und robuste Regeln
- Komplett prognosefrei
- Günstige Angebote
- Beraterfokussiert (Business-to-Business Fokus und nicht Business-to-Consumer, wie es in der Fachsprache heißt)
- Small Data und Test-it-Yourself Ansatz

[120] 6 ETFs von zwei Anbietern ab Januar 2018 und 7 ETFS von drei Anbietern ab Januar 2019 sowie 8 ETFs von drei t.w. anderen Anbietern ab 2020.

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

1.37. Über uns

Dieses Konzept wurde von Dirk Söhnholz für die Diversifikator GmbH entwickelt[121]. Diversifikator wird dabei vor allem in Bezug auf quantitative Analysen, die ETF- und Aktienselektion und die Gestaltung der Webpages von QAP Analytic Solutions unterstützt.

[121] Lebenslauf und Publikations- sowie Vortragsverzeichnis s. www.prof-soehnholz.com und Porträt siehe Feingold (2013)

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

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

2.1. Asset Allokation des Weltmarktportfolios (Start 15.2.1016)

2.1.1. Einleitung: Assetklassen im Weltmarktportfolio

Die erste Aufgabe besteht in der Asset-Allokation und der Bestimmung der zu nutzenden Anlage- bzw. Assetklassen. Es gibt keine anerkannte Definition von Assetklassen. Die Abgrenzung von Assetklassen ist oft unklar[122]. Klare Bestimmungen von Anlageklassen zu Beginn einer Asset-Allokation sind deshalb sehr wichtig. Wir gehen von folgenden zu nutzenden Anlageklassen aus:

[122] siehe Söhnholz/Rieken/Kaiser 2010, S. 35

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

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

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

„Cash" (Bargeld und kurzfristige Einlagen) wird nur in wenigen der Arbeiten zum Thema Weltmarktportfolio thematisiert. Wenn es im Weltmarktportfolio ausgewiesen wird, hat es einen relativ geringen Anteil.[123]Cash wird typischerweise nicht zur Renditeerzielung genutzt, sondern zur Absicherung bzw. zur Finanzierung relativ kurzfristiger Ausgaben [124] . Die persönlichen Gegebenheiten des Endanlegers spielen deshalb eine wichtige Rolle dafür, wie viel Cash im Portfolio vorhanden ist. Für Anleger mit einem verhältnismäßig geringen Vermögen, ist ein Cash-Anteil von z.B. 5%, zu gering, um kurzfristige Engpässe oder finanzielle Notfälle zu überstehen. Für Anleger mit hohem Vermögen wären die 5% mehr als ausreichend. Eine prozentuale Aufteilung der Allokation, die im Weltmarktportfolio erforderlich ist, erlaubt nicht alle möglichen Endanleger mit ihrer individuellen Vermögenshöhe und ihren Lebensgegebenheiten gleichermaßen gut zu berücksichtigen.

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

---

[123] 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.

[124] 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.

2.1.3. 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 deshalb 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:

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. So sollen Doppelzählungen vermieden werden.

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

Pfandbriefe können als Hybridform aus Staatsanleihen und Unternehmensanleihen betrachtet werden, denn sie werden ausschließlich von staatlich regulierten Pfandbriefbanken begeben. Die Rendite von Pfandbriefen liegt deshalb in der Regel auch nur leicht über der Rendite von Staatsanleihen.[125]

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 deshalb gesondert von diesen gemessen werden. 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 Kommunalanleihen im Weltmarktportfolio

Municipal Bonds (Kommunalanleihen) stellen einen signifikanten Teil des gesamten Anleihenmarktes in den USA dar (rund 10%). Dort sind diese Anleihen zumeist auf Bundes- und Staatsebene steuerfrei und liefern damit einen signifikanten Anreiz für ein Investment. Die 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.[126] Für deutsche Endanleger stehen zudem keine ETFs zur Verfügung, die Municipal Bonds (der USA) abbilden. Auf eine Abbildung im Weltmarktportfolio wird deshalb verzichtet.

---

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

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

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. Eine explizite Allokation in das High Yield-Segment wird deshalb im Weltmarktportfolio und seinen Ableitungen typischerweise nicht vorgenommen, es sei denn, es handelt sich um reine Anleiheportfolios.

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 für Personengesellschaften, kleine Unternehmen und nicht-gelistete Aktiengesellschaften. Man kann deshalb davon ausgehen, dass Private Equity tendenziell einen höheren Anteil im Anlageportfolio haben sollte als in 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[127], kann der Small bzw. Mid-Cap-Anteil am Weltmarktportfolio gegenüber einigen „gemessenen" Allokationen erhöht werden, da Rendite- und Risikotreiber von Private Equity zu einem großen Teil durch eine vergleichbare Illiquiditätsprämie wie bei Small Caps erklärt werden können.

[127] Listed Private Equity kann sehr heterogene Fonds, Dachfonds, Fondsmanagemement- und Holdinggesellschaften umfassen

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

Wenn Rohstoffe durch Aktien oder ganze Aktiensegmente abgebildet werden, sollte die Abhängigkeit der jeweiligen Aktie/des jeweiligen Aktiensegments 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 deshalb ein Index/ETF gewählt werden, der möglichst überwiegend sogenannte Upstream-Unternehmen umfasst.

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 deshalb nur Immobilienaktien- und REIT-ETFs

[128] In Doeswijk, Lam und Swinkels (Januar 2014) – „The Global Multi-Asset Market Portfolio 1959-2012" spielen Rohstoffe keine Rolle

berücksichtigt. Sogenannte Mortgage-REITS werden nicht berücksichtigt, weil sie keine Sachwerte repräsentieren.

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[129].

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

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

2.1.13. Keine weiteren Anlagesegmente im Weltmarktportfolio

Weitere mögliche Anlagesegmente für das Weltmarktportfolio wären verbriefte Forderungen, wie z.B. Insurance-Linked Securities (u.a. Cat-Bonds). Das geringe Volumen dieser und anderer Alternatives-Anlagesegmente (<2,5% an der Weltkapitalanlage) und die in 2015 fehlende Investmentmöglichkeit über ETFs führen dazu, dass diese bis auf Weiteres nicht berücksichtigt werden.

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

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[130].

Aufgrund der neuesten verfügbaren Studie mit Daten zu Jahresende 2016 [131] wird die Standardallokation der Portfolios für 2019 leicht geändert: Staatsanleihen werden um 5 Prozentpunkte reduziert und diese 5% hälftig auf Unternehmensanleihen und Immobilien aufgeteilt. Die Anleihequote beläuft sich dann auf 42,5%, die Aktienquote bleibt bei 35% (inklusive Private Equity) und der „Alternatives-Anteil" (ohne Private Equity) steigt auf 22,5%. Das Weltmarktportfolio Basis, das bis Ende 2018 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. Für 2019 liegen keine neuen Studien vor, so dass die Allokationen vom Jahresende 2019 für das Jahr 2020 ohne Änderungen fortgesetzt werden.

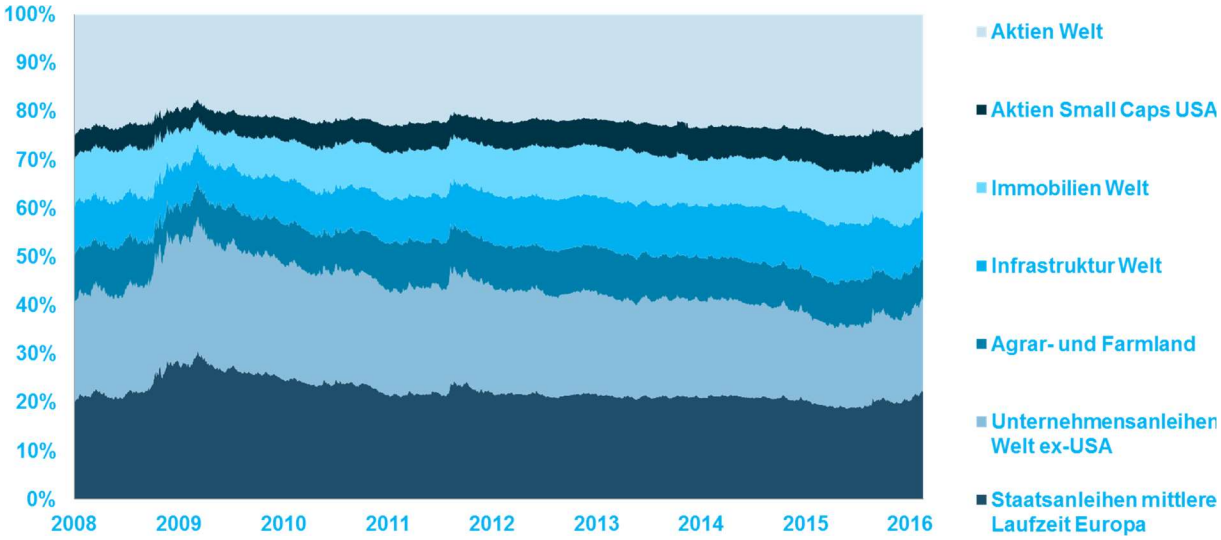
Dabei wird die Zeitverzögerung zwischen Datenerhebungsende 2016 und Veröffentlichung der Daten zu Ende 2018 nicht berücksichtigt. Uns sind keine neuen Untersuchungen in Bezug auf aggregierte Allokationen (Weltmarktallokation) aller Anleger bekannt. Deshalb nehmen wir an, dass die unterjährigen wertentwicklungsbedingten Allokationen in den weltmarktbezogenen Portfolios reale Veränderungen in den Portfolios der globalen Anleger widerspiegeln. Darum wurden für 2020 die Allokationen von 2019 fortgeschrieben und keine Rebalanzierungen der Modellportfolios vorgenommen. Für 2021 wurde aber wieder eine systematische Anpassung unter Berücksichtigung vergangener Performanceentwicklungen durchgeführt.

Allerdings kann man davon ausgehen, dass Großanleger ihre Portfolios jährlich auf ihre relativ stabilen strategischen Allokationen zurückbalanzieren. Unsere Allokationen zu Anfang 2019 spiegelt so die gemessene Allokation zu Ende 2016 wider. Unsere Allokation zu Anfang 2020 repräsentiert damit das Jahresende 2016 plus die volle Perfomance der einzelnen (ETF) Marktsegmente in 2019 welche für die meisten Segmente sehr positiv war. Sofern keine aktuelleren relevanten Allokationsstudien veröffentlicht werden, werden künftig die Hälfte von performancebasierten Allokationsänderungen berücksichtigt. Die erste derartige Anpassung haben wir ab Ende Oktober 2020 vorgenommen. In der Allokation für 2021 werden die hälftigen performanceabhängigen Veränderungen seit Ende der letzten Studienergebnisse 2016

[130] 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
[131] Gadzinski/Schuller/Vacchino 2018

berücksichtigt (Ergebnisse siehe Tabelle auf der Folgeseite). Dieser Änderung liegt die Annahme zugrunde, dass ca. 50% aller Anlagevolumina zu Jahresende auf die strategische Allokation zu Jahresanfang reallokiert werden und die andere Hälfte nicht rebalanziert wird.

Die größte Einschränkung bei der Umsetzung des unten aufgeführten Weltmarktportfolios ist, dass illiquide Positionen aufgrund unserer Liquiditätsanforderungen nicht adäquat umgesetzt werden können. Wir nutzen stattdessen ETFs, die Aktien aus den entsprechenden Anlagesegmenten enthalten. Für einige Segmente wie Private Equity sind jedoch nur wenige geeignete ETFs verfügbar. Insgesamt kommen wir so zu den in den in den folgenden Tabellen aufgeführten Allokationen[132]:



[132] Die Grafik zeigt unsere in 2017 hypothetisch zurückgerechneten Allokationsänderungen. Für 2020 wurden die Allokationen von 2019 – nach Performanceänderungen in 2019 – fortgeführt.

Anlagesegment	Gadzinski/ Schuller/ Vacchino (2016)	Diversi-fikator (2017)	Diversi-fikator (2019)	Diversi-fikator (2021)	Begründung
Staatsanleihen	26%	20%	15%	15%	Ohne "Cash" und separater Ausweis von inflationsgebundenen Anleihen
Inflationsgeb. Anleihen	0%	5%	5%	5%	Bei Doeswijk/Lam/Swinkels und Faber ebenfalls vertreten; inkl. „Staatsanleihen“ entspricht die gesamte Anleiheallokation deren Allokationen so eher
Unternehmensanleihen	19%	20%	22,5%	22,5%	Aufrundung
Immobilien	20%	10%	12,5%	11,25%	Reduktion 2017 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%	4,25%	Aufrundung wegen höherem Anteil in anderen Studien
Infrastruktur	0%	5%	5%	5%	Anteil geschätzt (insgesamt ist Alternatives Anteil damit vergleichbar)
Aktien (inklusive Private Equity)	33%	35%	35%	37%	Aufrundung, Private Equity wird wegen fehlender ETFs t. w. durch börsennotierte Small Caps ersetzt
	100%	100%	100%	100%	

31,75%	**Aktien**		
13,25%		Aktien USA	
10,25%			Aktien Large Caps USA
3,0%			Aktien Small Caps USA
12,0%		Aktien Welt ex-USA	
12,0%			Aktien Large Caps Industrieländer ex-USA
8,75%			
3,25%			
0,0%			Aktien Small Caps Industrieländer ex-USA

6,5%		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
4,0%			Staatanleihen lange Laufzeit USA
7,25%			Staatanleihen mittlere Laufzeit Welt ex-USA
3,75%			
3,50%			
5,0%	Inflationsindexierte Anleihen		
5,0%		Staatsanleihen inflationsindexiert USA	
---		Staatsanleihen inflationsindexiert Welt ex-USA	
4,25%	Rohstoffe		
1,75%		Energie Rohstoffe	
---			Rohstoffe Energie USA
---			Rohstoffe Energie Europa
2,5%		Metalle Rohstoffe	
---			Rohstoffe Metalle USA
---			Rohstoffe Metalle Europa
---	**Gold**		
11,25%	Immobilien		
5,25%		Immobilien USA	
6,0%		Immobilien Welt ex-USA	
---			Immobilien Europa
---			Immobilien Asien
5,0%	Infrastruktur		
---		Infrastruktur Industrieländer	

2.1.15. 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.[133] 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.

Detaillierte Untersuchungen von QAP Analytic Solutions zeigen, dass Währungsentwicklungen einen entscheidenden Einfluss auf die Wertentwicklung des jeweiligen Anleger-Portfolio haben können. 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 langfristig orientierten diversifizierten Portfolio nicht zu empfehlen ist, da mit der Absicherung zum einen Kosten verbunden sind und zum anderen sich Währungsbewegungen über einen ausreichend langen Zeitraum oft ausgleichen.

Eine Absicherung wird oft nur für den Teil eines Portfolios empfohlen, der einer sehr niedrigen Volatilität unterliegt, da das Portfoliorisiko durch das Währungsrisiko deutlich erhöht wird. Kurzgefasst sollen die Fixed Income-Komponenten eines Portfolios, die ein Währungsrisiko beinhalten, abgesichert werden, wenn sie als „risikolose" Anlage geplant sind. Das gilt für das Weltmarktportfolio nicht, denn Anleihesegmente werden zur Renditeerzielung selektiert und „Cash" soll als risikolose Anlage beigemischt werden.

Alternativ zum Verzicht auf Währungsabsicherung kann eine 50%-Absicherung erfolgen. [134] Bei Portfolios mit einem Euroland-Anteil von 50% sollten so 25% des Portfolios währungsgesichert sein.

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 internationalen Aktivität (z.B. deutscher börsennotierter

---

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

[134] „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

Unternehmen) trotzdem partiell von Währungsschwankungen abhängig bleiben[135]. Gegen diesen Ansatz sprechen bei längerfristigem Anlagehorizont aber die damit verbundenen hohen Kosten.

2.2. ETF Selektion für das Weltmarktportfolio

2.2.1. Indexselektion

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 Anleger mit geringen Anlagevolumina, die über bestehende Produkte, vor allem ETFs, das Weltmarktportfolio abbilden müssen, kann auf eine explizite Indexselektion verzichtet werden. Hauptgrund ist, dass den über eine Million 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 in 2015 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 also im Verhältnis zum Index-Universum zu klein, um eine detaillierte separate Index-Selektion zu rechtfertigen.

Ausgangsbasis der Strategischen Asset Allokation (SAA) ist das Weltmarktportfolio. Das 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.

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

- Staatsanleihen: Seit Anfang 2017 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.

Das Weltmarktportfolio ist eine Allokation, die nach Marktkapitalisierung gewichtet ist. Zur Abbildung des Weltmarktportfolios werden deshalb möglichst Indizes und ETFs genutzt, die ebenso nach Marktkapitalisierung gewichtet sind. Es werden zudem grundsätzlich die Vehikel bevorzugt, die die jeweilige Anlageklasse möglichst breit abbilden[136].

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.

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

2.2.2. Vorgehen bei der ETF-Selektion

Die verwendeten Selektionskriterien sind die folgenden:

1) Möglichst gute Abbildung der Allokation im Weltmarktportfolio
    a. bei Abbildung von börsengehandelten Anlagen durch
        i. Hohe Diversifikation innerhalb einer möglichst homogenen Anlageklasse
        ii. Gewichtung, die der Gewichtung im Weltmarktportfolio entspricht oder nahekommt (Marktkapitalisierung)

[136] Für verantwortungsvolle ETF Portfolios dagegen werden ETFs auf Basis besonders „strenger" Indizes selektiert, also Indizes mit weniger Bestandteilen vorgezogen

iii. Repräsentation der Marktkapitalisierung innerhalb der eigenen und gegenüber anderen Anlageklassen[137]
iv. niedrige (zu erwartende) Tracking Differenz gegenüber der abzubildenden Marktsegment[138]

b. bei Abbildung von illiquiden Anlagen 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 Marktsegment

2) Niedrige Kosten, wobei von einem Handel zum Nettoinventarwert ausgegangen wird und deshalb die Total Expense Ratio genutzt werden kann

Jeder ETF muss die folgenden Mindestkriterien erfüllen:

1) UCITS
2) Vertriebszulassung in Deutschland
3) Steuertransparenz in Deutschland

Staatsanleihen-ETFs entwickelter Länder werden seit 2017 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:

1) Niedrigste erwartete Abweichung von dem abzubildenden Marktsegment, dargestellt durch synthetische gegenüber physischer Abbildung[139].

[137] 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.
[138]Das soll durch die Umsetzungsmethode gegeben sein, die im Ranking der ETFs Berücksichtigung findet: Thesaurierende ETFs werden, außer für Income Portfolios, das SDG ETF-Portfolio und das ESG ETF-Portfolio Bonds (EUR), gegenüber ausschüttenden ETFs bevorzugt (kein Wiederanlageaufwand) und synthetische ETFs, außer für nachhaltige Portfolios, gegenüber anderen Replikationsarten.
[139] Für verantwortungsvolle ETF-Portfolios sind seit einigen Jahren keine syntethischen ETFs mehr zulässig, ausserdem werde für diese weitergehende Regeln genutzt um besonders nachhaltige ETFs zu selektieren

2) Thesaurierende Anlageklassen werden gegenüber ausschüttenden bevorzugt, da dies Weltmarktportfolio-Konzept eher entspricht (und andernfalls Wiederanlage-Kosten anfallen)[140].
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).[141]

Grundsätzlich dürfen auch nicht kapital-gewichtete ETFs aufgenommen werden, wenn Allokationen sonst frei bleiben würden. Nicht börsennotierte Fonds, auch grundsätzlich geeignete Indexfonds mit niedrigen Mindestinvestments, sind nicht zugelassen, weil es genug ETFs gibt, um die wichtigsten gewünschten Allokationen kostengünstig abzudecken. Umsetzungsbeispiel: In diversen ETF-Portfolios wurden Ende 2019 insgesamt 8 ETFs durch vergleichbare günstigere ETFs ersetzt. Dabei handelt es sich überwiegend um Anleihe-ETFs.

[140] Für „Income" Portfolios werden dagegen möglichst ausschüttende ETFs genutzt

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

2.2.3. Annahmen, Adjustierungen, Sonderfälle und Abweichungen

2.2.3.1. Rohstoff-ETFs

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

Für den Rohstoff Öl und allgemeiner für Energierohstoffe wird zum Portfoliostart ein ETF [142] 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 von 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[143]selektiert, der europäische sogenannte Basic Resources-Aktien umfasst.

2.2.3.2. Private Equity-ETFs

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

Die Aktien einiger Private-Equity Manager[144] sind börsengelistet und werden bspw. im ETF auf den LPX Major Market Index abgebildet.[145] Hier ist zwar einer der Hauptrenditetreiber mittel- bis langfristig die Entwicklung der Investments, da über den Carried Interest[146] partizipiert wird, aber operationelle Risiken des Managers, eine fortlaufende Management-Fee etc. können zu Abweichungen zur Rendite des Anlagesegmentes führen.

---

[142] 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
[143] ComStage STOXX Europe 600 Basic Resources NR UCITS ETF, ISIN: LU0378435472
[144] Oder Sponsor genannt
[145] db x-trackers LPX MM® PRIVATE EQUITY UCITS ETF 1C, ISIN: LU0322250712
[146] Erfolgsabhängige Vergütung für die Managementgesellschaft

In unserem Weltmarktportfolio wird Private Equity seit 2015 deshalb in reduzierter Form abgebildet, da die einzigen Private Equity-ETFs, die für deutsche Endanleger verfügbar sind, überwiegend Private Equity-Manager bzw. Sponsoren abbilden und nicht die eigentlichen Private Equity-Investments. Zum Ausgleich wird der Anteil von Small Cap-ETFs erhöht, um den in Private Equity-Investments enthaltenen Small Cap-Faktor (Illliquiditätsprämie) abzubilden.

2.2.3.3. Agrarland-ETFs

Eine Abbildung von Land bzw. Agrarland war Ende 2015 noch nicht über einen ETF möglich. Ab 2016 wird 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 aktualisierter Schätzungen des Weltkapitalstocks ist dieses Anlagesegment ab 2017 nicht mehr in den Weltmarktportfolios vertreten, weil es unter die kritische Grenze von 2,5% gefallen ist.[147] Im Alternatives ETF-Portfolio wird das Segment jedoch weiterhin berücksichtigt, da der Anteil an den Alternatives weit über 2,5% liegt.

2.2.3.4. Emerging Markets-Aktien-ETFs

Die Umsetzung der Emerging Market-Allokation wird ab 2015 über einen ETF vorgenommen, der den MSCI Emerging Markets Index abbildet. Wir halten den FTSE Emerging Markets Index grundsätzlich für besser geeignet, um die Aktienmärkte der Schwellenländer zu repräsentieren, u.a. da Südkorea nicht als Schwellenland klassifiziert wird.

Die Umsetzung mit dem MSCI Emerging Markets Index ist aber vertretbar, weil Südkorea nicht in den von uns genutzten Developed Market ETFs enthalten ist, so dass dieses Land kein übermäßiges Gewicht in der Allokation bekommt.[148]

---

[147] Gadzinski/Schuller/Vacchino 2016

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

2.2.3.5. Allgemeine Vorbemerkung zu Rückrechnungen von Diversifikator

Alle RETRO-Portfolios von Diversifikator sind transparente, diversifizierte und systematisch-prognosefreie Strategien. Optimierungen der Asset Allokation und der Portfolios insgesamt wurden nicht vorgenommen. Es bedurfte deshalb 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 nachfolgend Kennzahlen und Grafiken aus einfachen einmaligen Rückrechnungen für die Portfolios ausgewiesen.

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

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

Grundsätzlich sollen die Rückrechnungen und die daraus resultierenden Kennzahlen für einen möglichst langen Zeitraum erfolgen. Dem entgegen steht die Verfügbarkeit von Daten. Für die Rückrechnungen sollten die Zeitreihen der Instrumente genutzt werden, die auch in den Portfolios als Live-Positionen enthalten sind. Dabei handelt es bei den aktuellen Portfolios ausschließlich um europäische ETFs (UCITS). Einige der genutzten ETFs waren im Jahr 2008 noch nicht aufgelegt. Diese werden in der Rückrechnung durch andere ETFs auf denselben Index oder auf einen ähnlichen Index ersetzt. Sofern solche Ersatz-ETFs nicht verfügbar waren, wurde auf andere sogenannte Proxy-Zeitreihen zurückgegriffen, die die entsprechenden Allokationen annäherungsweise repräsentieren[149].

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.**

[149] Dafür wurden die den ETFs zugrunde liegenden indizes genutzt

Der Endzeitpunkt für Risikoklassen- (nach KIID-Methode) und Korrelationsberechnungen für Portfolios mit Auflagedatum in 2016 ist der 31.12.2015.

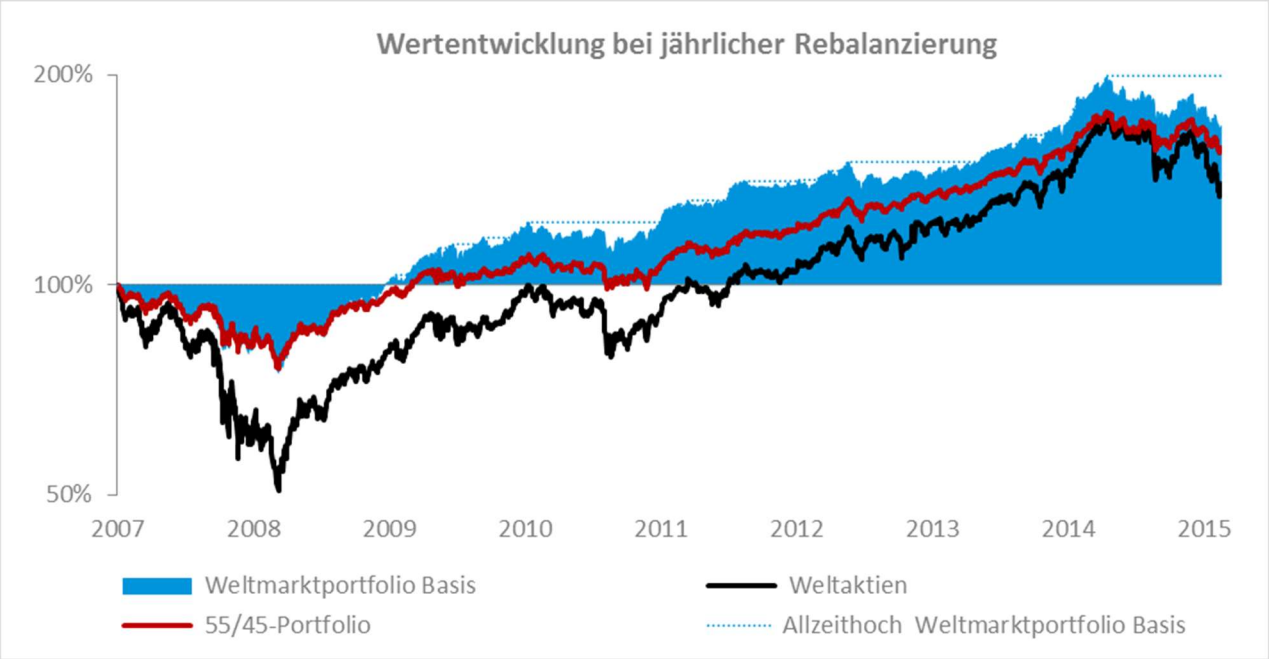
Zum Vergleich werden ein Weltaktien-ETF sowie bis November 2020[150] auch ein Portfolio aus einem Anleihen- und einem Aktien-ETF dargestellt. Wenn das jeweilige RETRO-Portfolio von Diversifikator keine Anleihen-Allokation erhält oder diese dem Verhältnis 60% Aktien und 40% Anleihen entspricht, wird auch das Vergleichsportfolio in dem Verhältnis dargestellt. Zur Vereinfachung wird der Anleihen-Anteil für den Vergleich nur durch europäische Anleihen abgebildet.

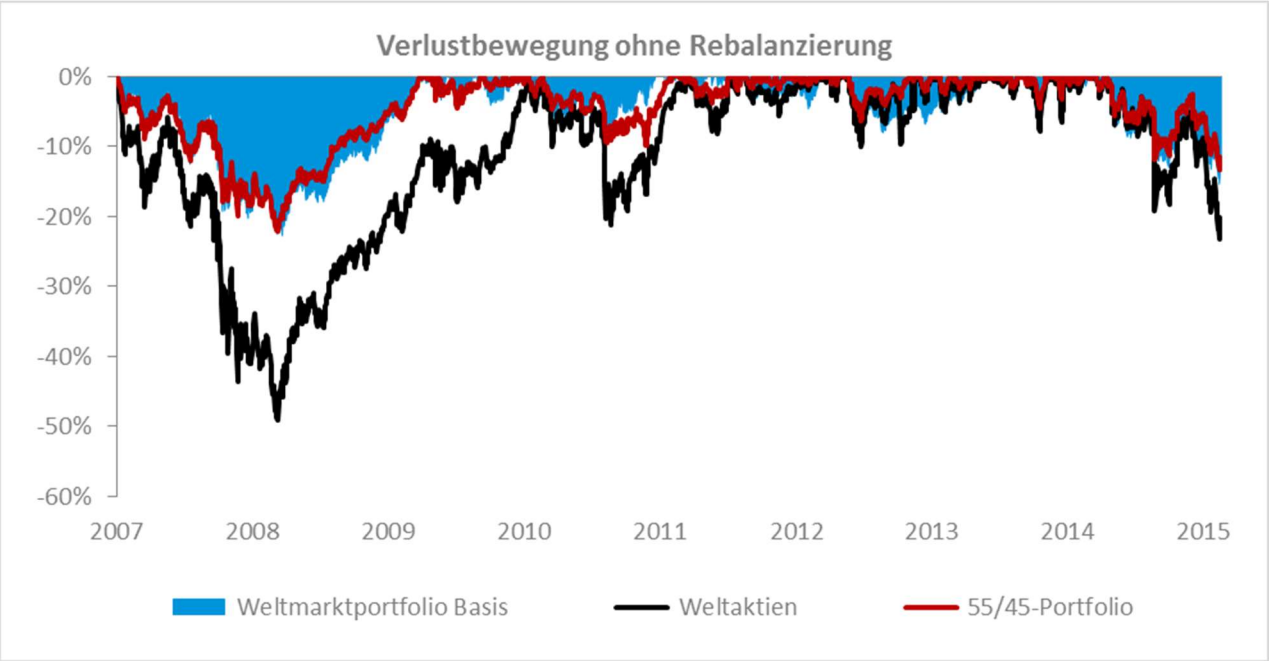
2.2.3.6. Rückrechnung des WMP Basis

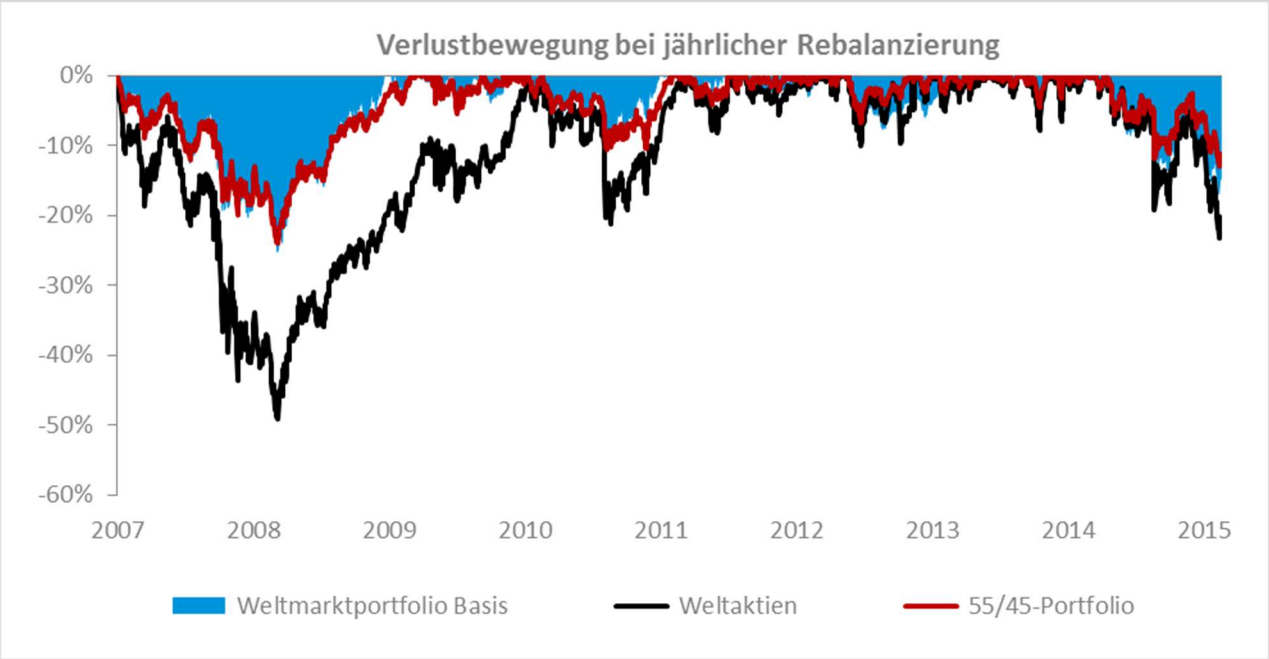
Das Weltmarktportfolio Basis bestand zum Start aus 19 Anlagesegmenten, die jeweils mit einem ETF abgebildet werden. Die Portfolioregeln wurden Ende 2015 festgelegt. Startzeitpunkt für die tagesaktuelle Berechnung des Portfolios war der 15.02.2016. Aufgrund von Verzögerungen bei der Gründung der Diversifikator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

[150] Eingestellt, weil Anleihen kaum Rendite bringen und eine 50/50 Aktien/Anleihenallokationsrendite durch eine hälftige Aktienrendite als Benchmarkt ersetzt werden kann, für die keine zusätzliche Zeitreihe zu den Aktienrenditen erforderlich ist

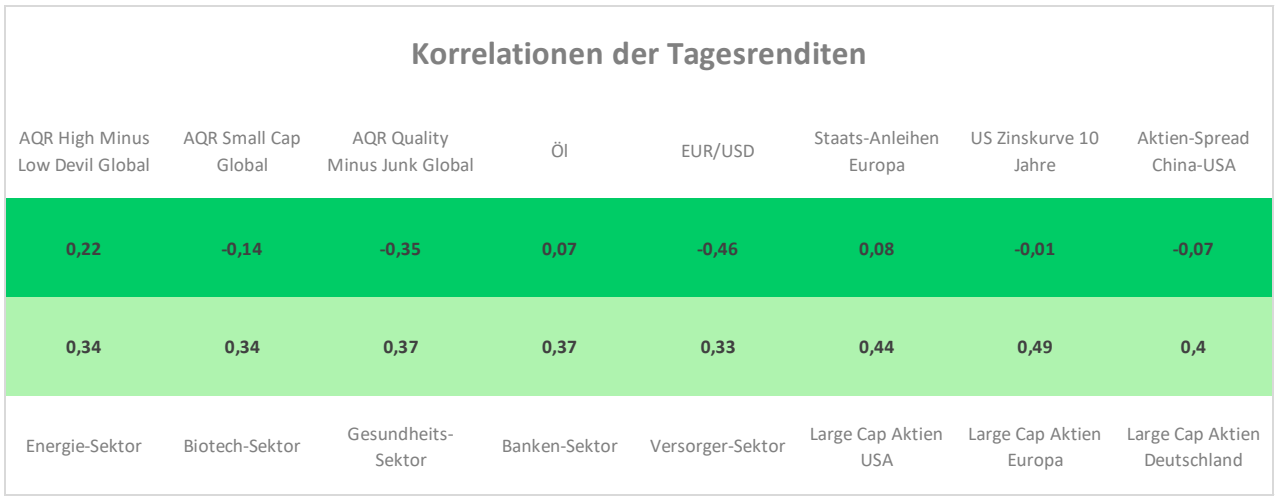
Wertentwicklung ohne Rebalanzierung
200%
100%
50%
2007
2008
2009
2010
2011
2012
2013
2014
2015
Weltmarktportfolio Basis
55/45-Portfolio
Weltaktien
Allzeithoch Weltmarktportfolio Basis


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



2.3. Risikomanagement

2.3.1. Einleitung und Vorgehen

Die Weltmarktportfolios sind stark diversifiziert, um unterschiedlichste Renditequellen zu erschließen. Wir halten Diversifikation auch für einen der wichtigsten und effizientesten Ansätze der Risikoreduktion. Die Weltmarktportfolios sind sowohl regional und nach Anlagesegmenten, vor allem durch meist hohe Anteile an „alternativen Aktien", besonders stark diversifiziert. Zur Messung der Diversifikation der Portfolios haben wir Faktoranalysen gemacht. 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, und auf einen

Derivate-Einsatz soll möglichst verzichtet werden.[151] Durch technologische und wettbwerbliche Änderungen sind Umsetzungskosten in den letzten Jahren allerdings erheblich gesunken, so dass diese heute keine so große Rolle mehr spielen.

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

Portfoliomanager nutzen oft Risikomodelle, die stark annahme-, prognose- und/oder modellabhängig sind. Viele der verwendeten Modelle erscheinen uns als wenig robust.

Im Einklang mit unserer Anlagephilosophie haben wir nur Signale/Modelle getestet, die möglichst einfach, komplett regelbasiert und prognosefrei sind. Außerdem haben wir uns auf den Test weniger Modelle/Signale beschränkt und diese vor den Tests dokumentiert, um nicht den Versuchungen von „Data Mining" zu unterliegen. Denn wenn man sehr viele Modelle testet, dann findet man sicher eines, welches in der Vergangenheit gut funktioniert hätte.

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

---

[151] 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".

Wir erwarten, dass Reduktionen von Portfoliorisiken grundsätzlich und vor allem über längere Perioden, mit Reduktionen von Renditen gegenüber „Buy and Hold“[152] Portfolios einhergehen. Renditenachteile von risikogesteuerten versus „Buy and Hold“-Portfolios treten typischerweise in Markterholungsphasen oder in Marktphasen auf, die eine Vielzahl an sogenannten Fehlsignalen im Risikomodell liefern. Portfolios, die nur relativ wenige bzw. selten Handelssignale nutzen, können außerdem normalerweise nicht schnell auf Marktveränderungen reagieren. Sogenannte „Flash-Crashs“, also sehr schnelle und heftige Verlustphasen, können mit den hier aufgezeigten Methoden deshalb nicht vermieden werden. Anders als bei einseitig risikoreduzierend ausgelegten Stop-Loss Signalen, werden Anleger bei Trendfolgesystemen aber auch nicht dauerhaft „ausgebremst“, sondern sie können von Markterholungen profitieren.

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

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

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

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

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

Erklärungen für den Erfolg trendfolgender Ansätze sind vor allem verhaltenswissenschaftlicher Art und stellen Herdenverhalten und Gier heraus. Allerdings gibt es keine überzeugenden Erklärungen, warum gerade 40 oder 200 Tage am besten sind und nicht mehr oder weniger[153].

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

Wir haben 2015 nur die 200-Tagelinie getestet, weil 2015 Umsetzungskosten noch relativ hoch waren. Ende 2020 haben wir ohne weitere Tests auf eine 40-Tagelinie umgestellt.

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

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

Die Ergebnisse werden nach ETF-Kosten ausgewiesen. Zusätzlich werden bei den risikogesteuerten Portfolios pauschal 2% Gebühren pro Jahr für Handelskosten abgezogen[154]. 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.

Es gibt gute Gründe dafür, für bestimmte Anlagesegmente keine Risikosignale zu nutzen. So braucht man keine Risikosteuerung für Segmente, die sehr risikoarm sind. Man sollte auch keine Risikosignale für Segmente nutzen, die sich nur selten stark verändern. Insbesondere für risikoarme Anleihen, die nur bei – in der Vergangenheit sehr seltenen - allgemeinen Marktzinsveränderungen ihre Trends ändern, macht die Nutzung von Risikosignalen also wenig Sinn[155].

2.4. ESG ETF-Portfolio (Start 15.2.2016)

2.4.1. Konzept des ESG ETF-Portfolios

Ziel des ESG[156] ETF-Portfolios ist die Umsetzung einer globalen Asset Allokation, die am Weltmarktportfolio ausgerichtet ist und ausschließlich ETFs nutzt, die Indizes mit Nachhaltigkeitskriterien abbilden. Um den Nachhaltigkeitsansatz besser nachvollziehen zu können ist es gut, wenn die Nachhaltigkeitskriterien einer konsistenten Methode folgen.

In Deutschland finden sich in 2015 ganz überwiegend ETFs auf der Basis des MSCI ESG-Ansatzes. Deshalb wurden für dieses Portfolio zum Start Anfang 2016 ausschließlich ETFs ausgewählt, die

[154] 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.
[155] 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.
[156] ESG steht für Environmental, Social, Governance und wird hier weit definiert verstanden im Sinne verantwortungsvoller Investments. Eine detaillierte Defintion findet sich in Söhnholz/Frank 2018

dieser Methode folgen. Diese Einschränkung wurde später aufgehoben. So werden jetzt Indizes präferiert, die besonders streng nachhaltig sind.[157]

Ein einfacher Test der Strenge ist die Prüfung der Anzahl der Titel in einem Index, zumindest in Bezug auf denselben Anbieter und denselben traditionellen Basisindex. So haben MSCI SRI (Socially Responsible Investment) Indizes für ein vergleichbares Anlageuniversum wie z.B. Aktien Welt typischerweise weniger Titel als MSCI ESG Indizes.

Eine relative Betrachtung der Allokationen im Weltmarktportfolio bestimmt dabei die Soll-Allokationen im ESG-ETF-Portfolio.

Zum Startzeitpunkt des Portfolios gab es keine MSCI-basierten ESG-ETFs für Staatsanleihen, Immobilien, Infrastruktur, Agrar-/Farmland oder Rohstoffe. Aktien- und Unternehmensanleihen, für die es MSCI-basierte ESG-ETFs gibt, bilden deshalb die neue Grundgesamtheit des Portfolios.

Seit einiger Zeit werden ESG-Staatsanleihe-ETFs angeboten. Da Staaten aber viele Aktivitäten, die auf Ausschlusslisten nachhaltiger Anleger stehen, finanzieren bzw. durch Abgaben oder Steuern von ihnen profitieren, wurde entschieden, grundsätzlich keine Staatsanleihen für nachhaltige Portfolios zuzulassen. Ab 2019 wurden dafür ETFs auf Indizes für Anleihen von Multinationalen Entwicklungsbanken als Ersatz für Staatsanleihen für das Portfolio zugelassen.

Ab 2020 gibt es zudem einen „nachhaltigen" ETF auf europäische Immobilienaktien. der für die Portfolios akzeptiert wurde, obwohl er keinen ESG-Anforderungen genügt, und ab Ende 2020 konnte auch das Infrastruktursegment mit einem ESG-ETF besetzt werden.

Schritt 1: Aufteilung zwischen Industrie- und Schwellenländer-Aktien[158]

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

---

[157] Für die Beurteilung, was streng nachhaltig ist siehe Defintion weiter unten und auch Söhnholz/Frank 2018.

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

Schritt 2: Aufteilung nach Aktienentwicklungsstatus und Allokation in US-Unternehmensanleihen[159]

- 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[160]

- US-Aktien: 59%
- Europa-Aktien: 22%
- Pazifik-Aktien: 12%

Aus den vorhergehenden Schritten lässt sich die Soll-Gewichtung zum Portfoliostart Anfang 2016 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
- 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

---

[159] 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 61ff; 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 deshalb von 45% für die Allokation in Anleihen insgesamt aus.

[160] 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.

Da per Ende 2017 neue ESG ETFs (speziell: Unternehmensanleihen Europa) verfügbar waren, wurden die Portfolio-Allokationen angepasst.

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 wurden die Regeln zur ESG ETF-Selektion deshalb verändert.

Grundsätzlich 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. Das heißt, daß es nicht reicht, nur Wertpapiere aufzunehmen, die über ein ESG-Rating verfügen, sondern „schlechte" Wertpapiere müssen ausgeschlossen werden.

Wenn für vergleichbare Anlagesegmente mehrere solcher ETFs vorhanden sind, werden die ETFs mit den meisten Ausschlusskategorien[161] (genutzt. Dabei ist zu beachten, dass Ausschlüsse oft unterschiedlich definiert werden, also z.B. unterschiedliche Waffenkategoreinen einzeln gezählt werden. Außerdem gibt es bei Indizes oft tolerierte Mindestumsätze mit „ausgeschlossenen" Aktivitäten von 5%, 10% bis hin zu 35%.

Bei zwei ETFs mit gleicher „vergleichbarer" Ausschlusszahl wird der ETF mit den höheren ESG-Anforderungen gewählt (z.B. nutzen sogenannte ESG-Leaders Indizes selten bzw. wenige Ausschlüsse).

Dabei werden grundsätzlich strengere Best-In-Universe Ansätze gegenüber Best-In-Class Ansätzen bevorzugt, obwohl Best-in-Class Ansätze der Standard am Markt sind. Zweitens werden ETFs präferiert, die Mindestwerte jeweils für E, S und G Scores nutzen und nicht nur für aggregierte ESG-Scores (letztere ETFs gibt es unseres Wissens aber noch nicht am Markt). Drittens werden ETFS mit höheren ESG-Score Mindestanforderungen gegenüber solchen mit geringeren ESG-Score Mindestanforderungen präferiert (d.h. sogenannte 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.

[161] relevante Kategorien siehe DVFA-Kriterienliste hier http://www.dvfa.de/fileadmin/downloads/Verband/DVFA-Verantwortungsvolle-Geldanlagen-2018-09-25.pdf)

Sonstige nachhaltige ETFs (Fokus meist nur auf E, S oder G bzw. Themen wie CO2/Wasser/Renewables, Gender/Diversity, …) sind nur zulässig, wenn sie explizit in der jeweiligen Asset-Allokation für das Portfolio vorgesehen sind und keine expliziten ESG-ETFs angeboten werden. Das gilt z.B. in 2020 für den „grünen" Immobilien ETF im ESG ETF-Portfolio und für das Impact ETF-Portfolio, das Ende 2020 in SDG ETF-Portfolio umbenannt wurde.

Projektfinanzierungs-ETFs (also auch viele „Green Bond" und „Social Bond" ETFs) werden ausgeschlossen, wenn die emittierenden Unternehmen nicht den oben aufgeführten ESG-Anforderungen genügen, da nur „guten" Unternehmen Kapital zufließen soll.

Da alle Staaten in meist erheblichem Umfang nicht-nachhaltige Aktivitäten fördern, werden Staatsanleihen grundsätzlich aus den verantwortungsvollen Portfolios ausgeschlossen. Als Ersatz für Staatsanleihen werden seit Ende 2018 in Deutschland verfügbare ETFs auf Multinationale Sustainable Development Bank Bonds genutzt. Diese verfügen meist über sehr gute Kreditratings und sind nicht von einzelnen Staaten abhängig.

Seit Ende 2019 wird auch ein ETF für europäische Immobilienaktien genutzt, der etwas weniger strenge Anforderungen erfüllt, um die in der Weltmarktallokation so wichtigen alternativen Anlagen berücksichtigen zu können. Außerdem ersetzt ein ETF auf einen SRI ex Fossil Fuel Index einen vergleichbaren SRI ETF ohne Ausschluss fossiler Energien. Ende 2020 konnte auch ein ESG Infrastruktur ETF und ein globaler „grüner" Immobilienaktien ETF aufgenommen werden. Außerdem wurden für Aktien zwei besser passende und zwei in Bezug auf Ausschlußkriterien strengere ETFs gefunden.

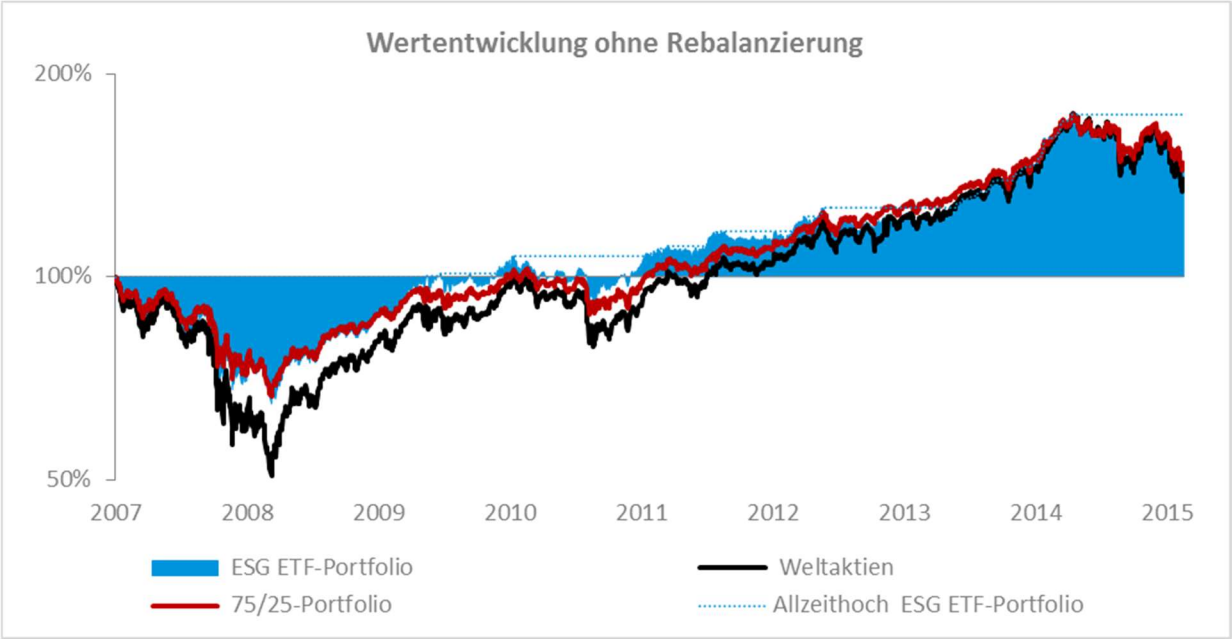
Die hier aufgeführten Kriterien sollten zur eindeutigen Portfoliobestimmung ausreichen, d.h. die anderen oben genannten bisher für ESG ETF-Portfolios genutzten Kriterien werden nicht mehr verwendet, es sei denn es gibt nach den obigen Kriterien gleichwertige ETFs. Diese Kriterien sind 1) Gewichtung nach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

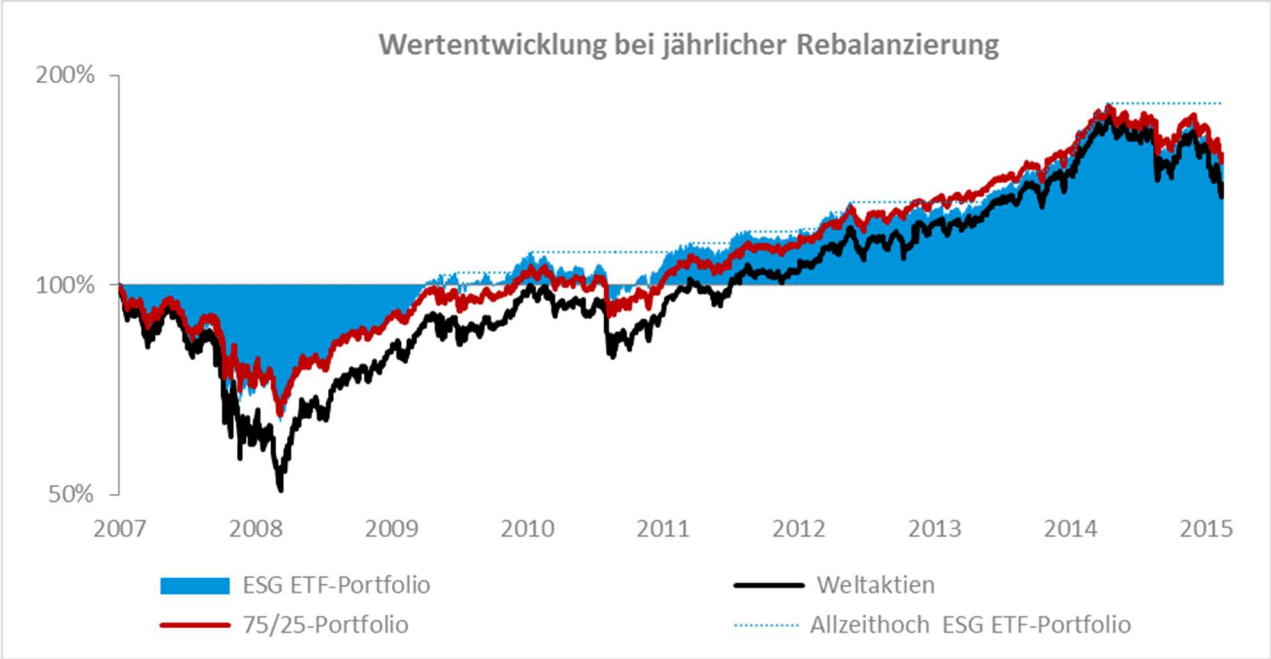
In 2020 wurde eine weitere Regel hinzugefügt: Wenn vergleichbare ETFs „besserer" Anbieter vorliegen, wird in den verantwortungsvollen ETF-Portfolios auf Anbieter verzichtet, die nur ein C oder schlechter beim Engagement Score und <50% beim Voting Support von Influence Map[162] erreichen. Betroffen davon ist ein ETF für europäische Aktien von ishares.

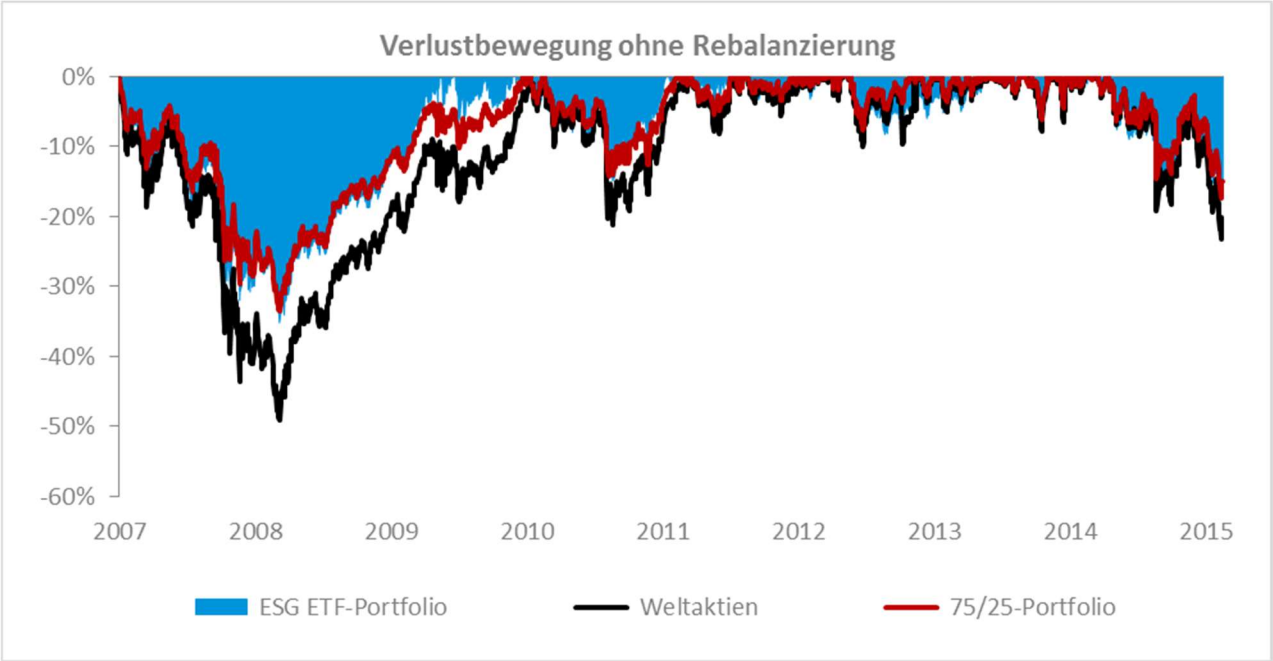
Berater und Anleger sollten sich die einzelnen Positionen solcher „verantwortungsvoller" ETFs ansehen, um einen Eindruck davon zu bekommen, wie streng solche Portfolios sind.

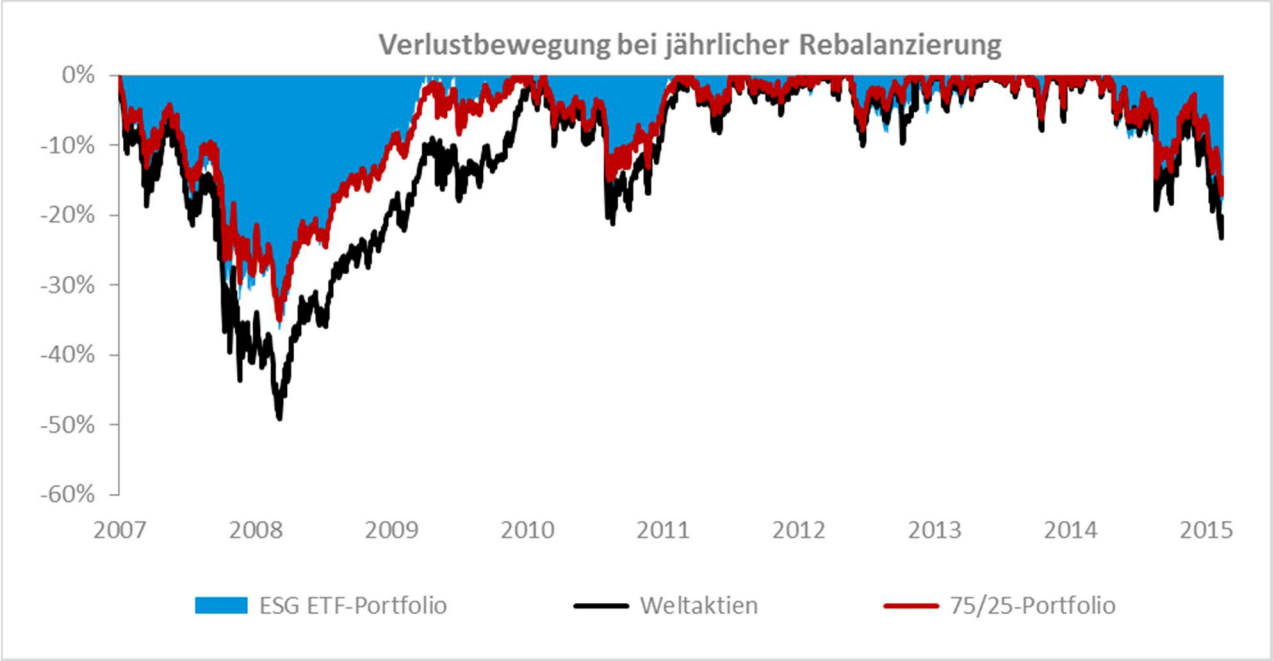
[162] s. Appendix A in Influence Map: Asset Managers and Climate Change

2.4.2. Rückrechnung des ESG ETF-Portfolios

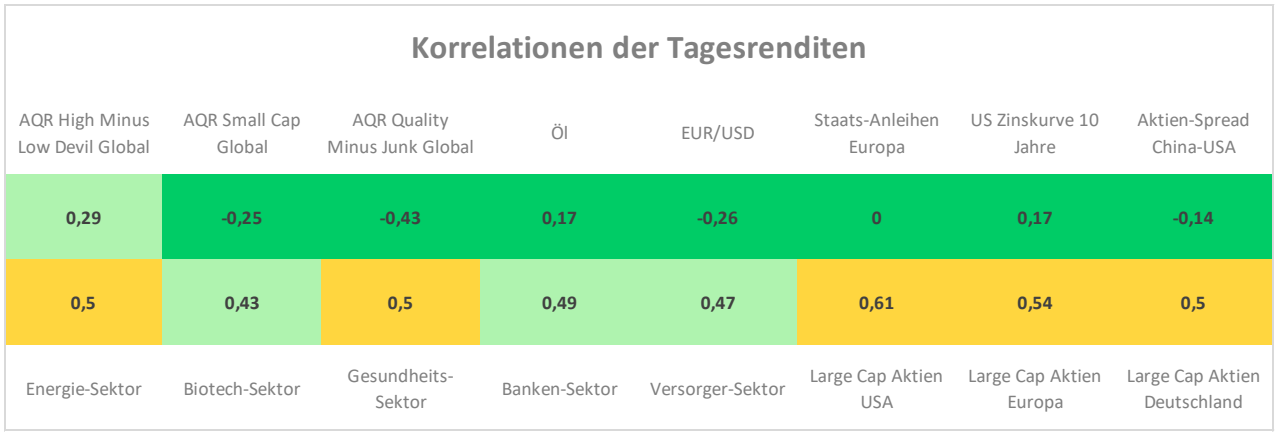

Wertentwicklung ohne Rebalanzierung
200%
100%
50%
2007
2008
2009
2010
2011
2012
2013
2014
2015
ESG ETF-Portfolio
75/25-Portfolio
Weltaktien
Allzeithoch ESG ETF-Portfolio


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



2.5. Alternatives ETF-Portfolio (Start 1.4.2016)

2.5.1. Konzept des Alternatives ETF-Portfolios

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

Wir gehen davon aus, dass ein solches Alternatives Portfolio am ehesten bei erfahrenen Anlegern mit einem relativ hohem Anlagepotential auf Interesse stößt. Wir starten deshalb für die Allokation mit dem Weltmarktportfolio Basis. Im WMP Basis sind 7 alternative ETFs enthalten, die allerdings nicht alle Alternativessegmente bzw. Regionen einer Weltmarktallokation abdecken. In einem Stand-Alone ETF Portfolio können mehr Alternatives-ETFs als im Weltmarktportfolio Basis aufgenommen werden. Dabei soll ein Segment jeweils mindestens 2,5% Anteil an dem Portfolio haben.

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

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

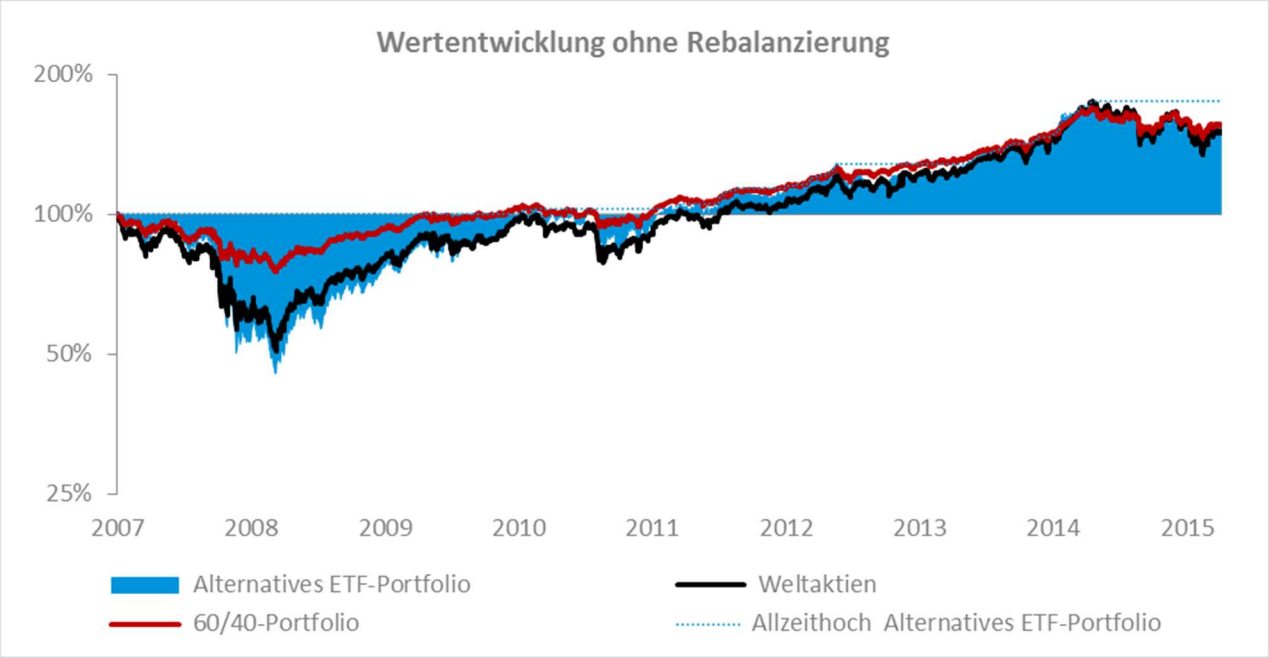
Aufteilung für Immobilien: Bei der Allokation nach Aktienmarktkapitalisierung ergibt sich: USA 62%, Europa 23%, China 15%. Der verfügbare ETF für asiatische Immobilienaktien/REITs besteht zu rund 70% aus Aktien/REITs aus China und Hong Kong und 17% aus Singapur und wird deshalb mit 15% am Immobilienanteil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

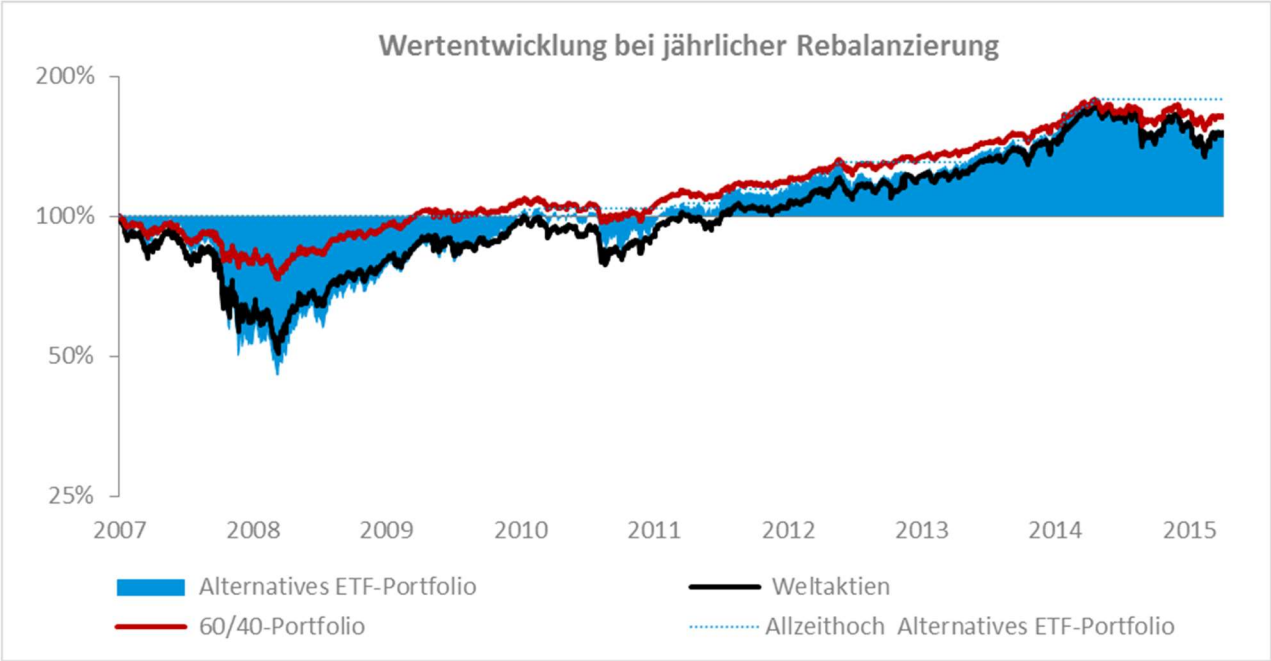
Aufteilung für Infrastruktur: Da der NMX30 Infrastructure Global de facto ein Industrieländer- (DM) Index ist (u.a. auf Grund der Liquiditäts- und Market Cap-Regeln des Indexes), wird ein weiterer ETF aufgenommen, der die Schwellenländer (EM) abdeckt. Die relative Allokation erfolgt nach der Aufteilung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

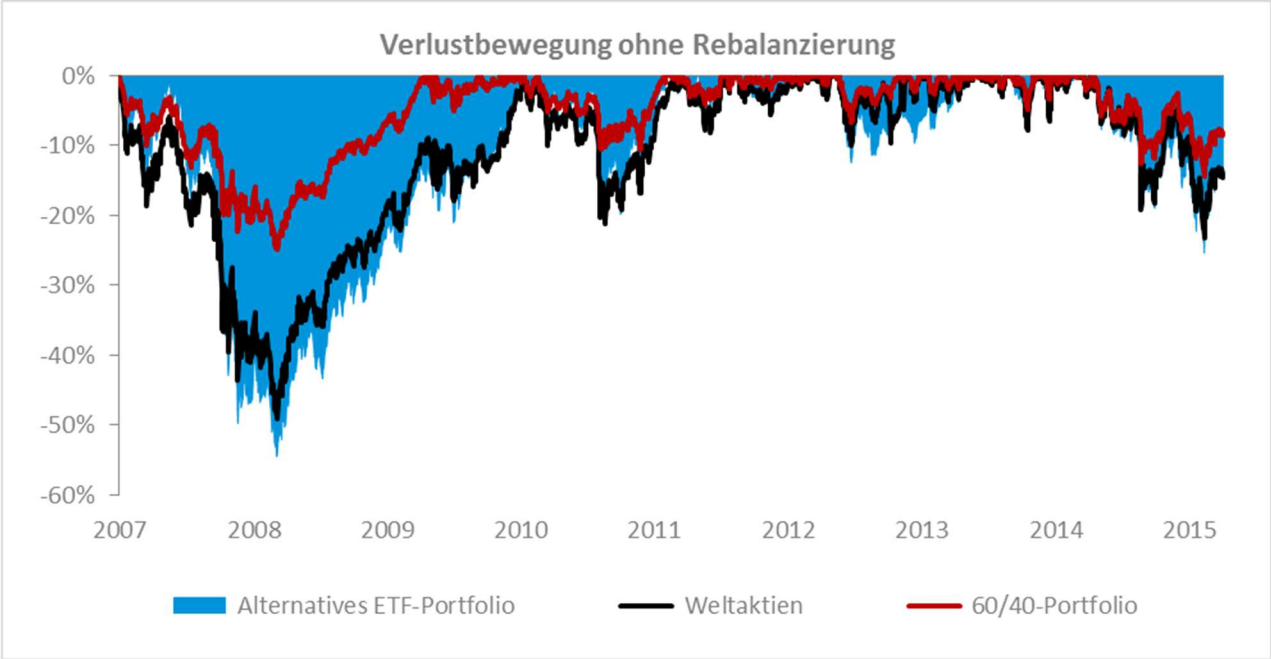
Aufteilung für Private Equity: Da der LPX MM Private Equity nicht direkt abbildet (siehe Begründung zu WMP Basis), wird hier auf Grund der Höhe der Private Equity Allokation auf zwei ETFs zurückgegriffen, die Small- bzw. MidCap-Aktien (als Proxy für Private Equity bzw. privat gehaltene Unternehmensbeteiligungen) 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, aus denen später durch eine Fusion 6 Anbieter wurden. Seit Ende 2019 steht ein konzentrierterer ETF zur Verfügung, der den bisherigen ausschüttenden Immobilien ETF ersetzt. Außerdem wurden die Energierohstoff-ETFs durch ETFs mit geringeren erwarteten Tracking-Errors ersetzt.

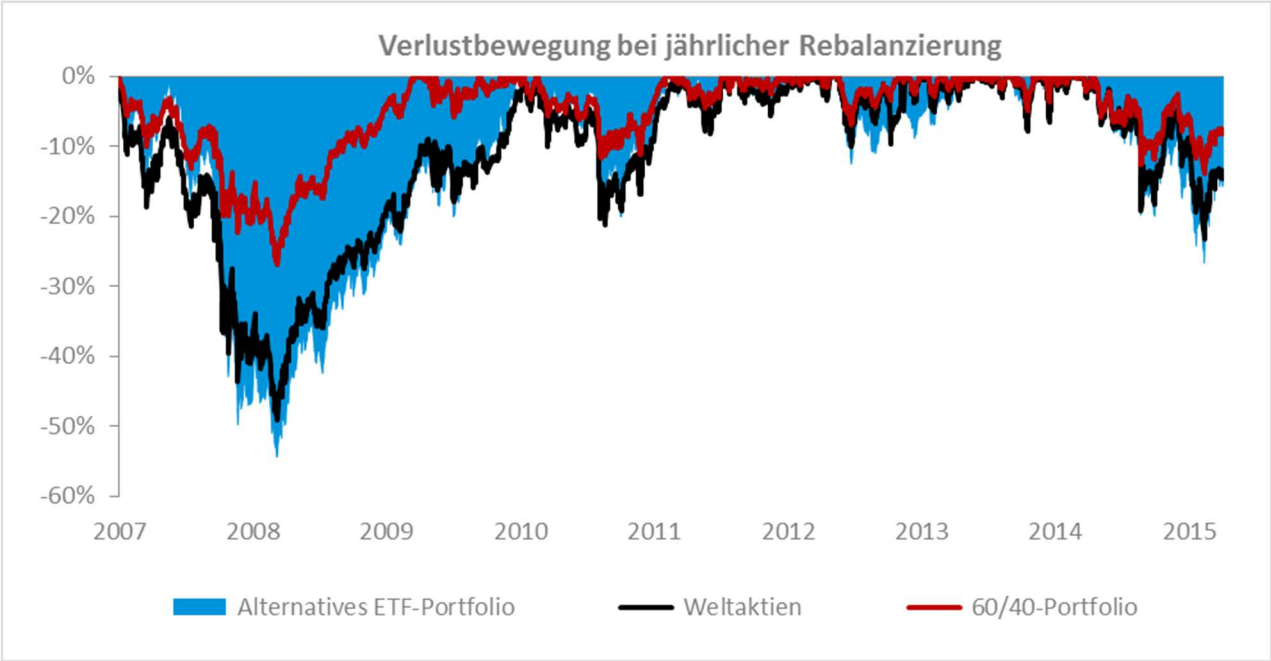
2.5.2. Rückrechnung des Alternatives ETF-Portfolios

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

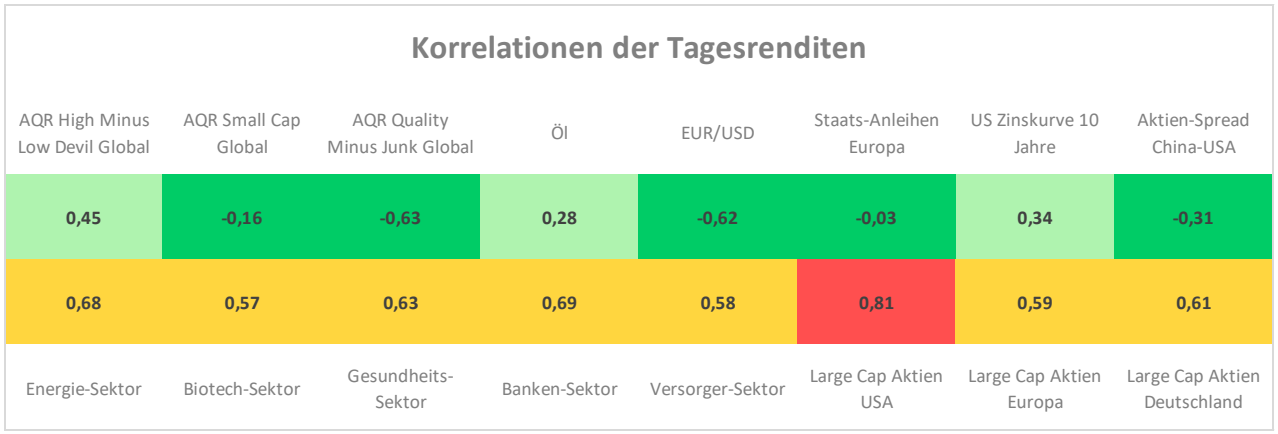



Wertentwicklung bei jährlicher Rebalanzierung
200%
100%
50%
25%
2007
2008
2009
2010
2011
2012
2013
2014
2015
Alternatives ETF-Portfolio
Weltaktien
60/40-Portfolio
Allzeithoch Alternatives ETF-Portfolio


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%



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

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

Mit dem **ESG ETF-Portfolio ex Bonds** wird (nur) die Verteilung der Aktien- und Alternativesinvestments aller Anleger weltweit mit etwa 6 ETFs „verantwortungsvollen" nachgebildet [163]. Das Portfolio hat erst einen relativ geringen Anteil an Immobilienaktien („Alternatives") als Ersatz für illiquide Anlagen, weil es auch Ende 2019 noch keine weiteren alternativen nachhaltigen ETFs gibt. Seit Ende 2020 gibt es zudem das **ESG ETF-Portfolio ex Bonds Income**, das vor allem ausschüttende ETFs nutzt.

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

Das **ESG ETF-Portfolio Bonds** nutzt nur die Anleihesegmente des ESG ETF-Portfolios, die grundsätzlich wie beim Weltmarktportfolio allokiert werden. Wie bei den anderen ESG ETF-Portfolios werden ETFs für Anleihen multinationaler Entwicklungsbanken als Ersatz für Staatsanleihe-ETFs genutzt.

Das **ESG ETF-Portfolio Bonds EUR** nutzt nur die Anleihesegmente des ESG ETF-Portfolios für die in Euro denominierte oder gehedgte ETFs zur Verfügung stehen, die grundsätzlich wie beim Weltmarktportfolio allokiert werden. Wie bei den anderen ESG ETF-Portfolios werden ETFs für Anleihen multinationaler Entwicklungsbanken als Ersatz für Staatsanleihe-ETFs genutzt. Das neu online gestellt ESG ETF-Portfolio Bonds (EUR) besteht aus insgesamt 9 ETFs, von denen erst drei in ausschüttenden Varianten zur Verfügung stehen. Anders als im WMP Basis und werden hierfür auch

[163] Zu den Selektionsregeln siehe ESG ETF-Portfolio

kurzlaufende Anleihen genutzt. Wir hoffen, dass bei der nächsten Selektion Ende 2021 mehr ausschüttende ETFs für dieses genutzt werden können, um es noch konservativer zu machen.

2.7. Neue Impact SDG ETF-Portfolios 2020

Ein innovativer Megatrendansatz

2018 haben wir mit einigen Anlageberatern gesprochen, die ihren Kunden ein sogenanntes Impact Portfolio aus mehreren Fonds anbieten wollten. Dieses Portfolio haben sie als „Portfolio für Weltverbesserer" bezeichnet. Leider kam es dann doch zu keiner Geschäftsbeziehung.

Weil wir die Idee gut fanden, haben wir Anfang 2019 die Regeln für ein entsprechendes Portfolio aus ETFs entwickelt (ETF: Exchange Traded Funds). Heute gehört das SDG ETF-Porrfolio zu den beliebtesten bei Diversifikator-Kunden. Diese Kunden nutzen es typischerweise als Ergänzung zu einem ESG ETF-Portfolio (ESG: Environment, Social, Governance).

„Most-passive" Ansatz

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

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

Aber kein Impact-Index Ansatz

Es ist naheliegend, für ein SDG ETF-Portfolio nur Impact-ETFs zu selektieren. Das Problem dabei ist, dass es bisher in Deutschland noch keine als solche bezeichneten Impact-ETFs gibt. Es gibt sogar nur wenige bekannte Impact-Indizes, auf die sich solche ETFs beziehen könnten. Und die Impact-Indizes, die es gibt, sind uns nicht konsequent genug.

So nehmen die Impact-Indizes von MSCI solche Unternehmen auf, die mindestens 50% ihres Umsatzes mit den folgenden Themen machen: Basic Needs, Empowerment, Climate Change, Natural Capital und Governance (siehe hier). Selbst wenn man annimmt, dass die genannten Segmente voll im Einklang mit den SDG stehen, können so bis zur Hälfte des Umsatzes der Indexbestandteile mit einem nicht-SDG-Fokus gemacht werden können. Insbesondere ist dabei unklar, ob dieser nicht-kompatible Umsatz sogar schädlich im Sinne der SDG sein könnte, z.B. wenn er mit zu viel CO2-Produktion verbunden wäre.

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

Branchenbasierter Ansatz

Alternativ kann man nur ETFs wählen, deren Bestandteile ganz überwiegend auf die Erreichung der SDG ausgerichtet sind, obwohl sie nicht explizit als Impact- oder SDG-konforme Fonds entwickelt wurden. Dabei sollen Fonds identifiziert werden, die auf eines oder mehrere der 17 SDG Ziele fokussiert sind.

Wir haben zunächst diskutiert, ob länder- oder regionenspezifische Fonds z.B. mit Fokus auf Emerging Markets zulässig sein sollten, da es bei den SDG im Wesentlichen darum geht, Bedürftigen zu helfen, die in Emerging Markets besonders zahlreich sind. Wenn man sich Fonds von Emerging Markets detailliert ansieht stellt man aber schnell fest, dass damit Länder bzw. Unternehmen gefördert würden, die mit den SDG oft nicht gut kompatibel sind. Der Fokus unseres Impact Portfolios liegt deshalb auf Branchen- und Themenfonds und nicht auf regionalspezifischen Fonds.

Anlegern muss dabei klar sein, dass es sich typischerweise um Portfolios von Unternehmen handelt, die in erster Linie dem Shareholder Value verpflichtet sind, d.h. gewinnorientiert sind. Anleger, die nur soziale und ökologische Ziele verfolgen und solche Unternehmen nicht unterstützen wollen, sollten ihr Geld daher lieber gemeinnützigen Organisationen spenden.

SDG ETF-Portfolio: Zum Start Fokus auf sieben Marktsegmente bzw. Branchen

Bei der Selektion von Branchen- und Themenfonds haben wir uns an den neuen Impact Investing Market Map der United Nations Principles for Responsible Investment vom August 2018 orientiert. Dieser Report führt insgesamt zehn Marktsegmente auf: Energieeffizienz, grüne Gebäude, erneuerbare Energien, nachhaltige Land- und Forstwirtschaft, Wasser, bezahlbares Wohnen, Erziehung, Gesundheit, inklusive Finanzen.

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

Fokussierte statt diversifizierte Branchenfonds

Für die Portfoliobildung sind wir noch einen Schritt weiter gegangen. Ein SDG-Ziel heißt „Good Health and Well Being“. Um dieses Ziel im Portfolio abzubilden, hätten wir sogenannte Healthcare-Fonds selektieren können. Solche Fonds investieren in alle Arten von Healthcare-Unternehmen. So

hatten die Pharmaunternehmen Novartis und Roche Ende Februar 2019 einen Anteil von über einem Drittel am iShares STOXX Europe 600 Health Care UCITS, und auch das US Pendant dazu wird stark von großen Pharmakonzernen dominiert.

Außerdem sind solche Aktien meist bereits über traditionelle Fonds in den Portfolios von Anlegern enthalten. Die Investition in das Impact Portfolio sollte aber nur zu wenigen Überschneidungen mit Portfolios typischer Anleger führen.

Wir haben deshalb lieber fokussierte Biotech- und Healthcare-Fonds selektiert, die Gesundheit vor allem durch den Einsatz neuer Technologien fördern wollen. Die einzige Ausnahme davon war ein diversifizierter Infrastrukturfonds, da Infrastruktur allen Nutzern zugute kommt. Wir haben aber einen Infrastrukturfonds genutzt, der die konventionelle Energieproduktion möglichst ausschließt, also vor allem auf sogenannte Kern-Infrastruktur setzt.

SDG ETF-Portfolio: Keine diversifizierten Technologie- oder Diversitätsfonds

Wir haben auch diskutiert, branchenübergreifende Technologiefonds, von denen wir annehmen, dass die darin enthaltenen Unternehmen die SDG-Ziele fördern können, in unser Portfolio aufzunehmen. Allerdings haben wir uns dagegen entschieden, weil diese meist relativ hohe Anteile von Wertpapieren enthalten, die in vielen traditionellen Anlegerportfolios schon enthalten sein sollten oder die nicht unbedingt nachhaltig erscheinen.

Der vom Titel her interessante Emerging Markets Internet & Ecommerce Fonds enthält z.B. als größte Positionen Unternehmen wie Alibaba oder Tencent oder Baidu, die man als verantwortungsvoller Anleger nicht unbedingt im Portfolio haben möchte (Stichworte China und "Datenkrake").

Aus vergleichbaren Gründen haben wir sogenannte Inclusion, Gender, Diversity, Low Carbon und Circular Economy ETFs nicht in das Portfolio aufgenommen.

Die oben genannte Impact Map der Vereinigten Nationen führt insgesamt zehn Marktsegmente auf. Nachhaltige Land- und Forstwirtschaft, bezahlbares Wohnen, Erziehung und inklusive Finanzen konnten zumindest anfangs noch nicht mit ETFs abgedeckt werden.

Fokus auf Aktien-ETFs in Kombination mit ESG Anleihen oder Trendfolge

Den hier skizzierten Branchen- und Themen-Ansatz kann man zudem bisher nur mit Aktienfonds umsetzen, denn es gibt noch keine ähnlich fokussierten Anleihe-ETFs. Auch Green Bond ETFs enthalten oft Anleihen von wenig nachhaltigen Emittenten. Anleger können das Impact-ETF Portfolio aber je nach Risikoneigung mit dem ESG ETF-Portfolio Bonds kombinieren.

Für ausgewogene Portfolios kann man aber auch entsprechende Anteile an Tagesgeld halten oder alternativ ein solches Impact ETF Portfolio mit einem regelbasierten Risikomanagement nutzen.

SDG ETF-Portfolio: Kein ESG/SRI-Portfolio

Wie die bisherigen Überlegungen zeigen, soll das Impact-Portfolio ein verantwortungsvolles Portfolio sein. Es gab jedoch zum Portfoliostart noch keine Branchen- bzw. Themen-ETFs, die nachhaltige Ausschlüsse nutzen oder die ESG-Mindestanforderungen (Environment, Social, Governance) an die in den Fonds vertretenen Unternehmen stellen. Das SDG ETF-Porrfolio kann deshalb Wertpapiere enthalten, die in streng nachhaltigen Portfolios ausgeschlossen wären.

Da nachhaltig orientierte Anleger meist keine synthetischen ETFs mögen, werden solche nicht für das Portfolio zugelassen.

Gleichgewichtete Portfoliobildung mit Rebalanzierung

Insgesamt haben wir anfangs 13 ETFs gefunden, die unseren Impactanforderungen entsprechen. Für das Startportfolio werden die sieben Segmente und die jeweils verfügbaren ETFs innerhalb der Segmente gleichgewichtet. Zum Jahresende werden alle Segmente und passenden ETFs innerhalb der Segmente wieder gleichgewichtet.

Wie bei den anderen Portfolios von Diversifikator auch, werden einmal jährlich die Regeln überprüft. So ist davon auszugehen, dass künftig weitere ETFs auf den Markt kommen, die für das Portfolio in Frage kommen. Außerdem kann es sein, dass einige der ETFs im Laufe der Zeit vom Markt genommen werden, weil nicht genug Nachfrage für die generiert wurde.

Megatrend-Portfolio ohne Trendprognosen

Wenn man sich die Zusammensetzung des Portfolios mit den 13 ETFs aus den Segmenten Biotech und Healthcare, Infrastruktur, grünen Immobilien, erneuerbaren Energien und Elektromobilität ansieht, erinnert es am ehesten an ein sogenanntes Megatrend-Portfolio. Anders als bei Megatrend-Portfolios, werden aber keine Megatrendprognosen benötigt, da die Marktsegmente konzeptionell aus den SDG abgeleitet wurden.

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

Erhebliche Änderungen für 2021 mit ETFs für 11 SDG Ziele

In 2020 sind zahlreiche neue Themen-ETFs an den Markt gekommen. Außerdem wird klarer, welche dieser Themen besonders kompatibel mit den Nachhaltigen Entwicklungszielen der Vereinten Nationen (SDG) sind.

Für die Entscheidung, welche Themen in das Portfolio aufgenommen werden, nutzen wir jetzt nicht mehr nur die Impact Investing Market Map der Principles for Reponsible Investments sondern auch die neue Sustainable Development Investments Asset Owners Platform.

Statt der 7 Marktsegmente aus dem Vorjahr zu nutzen können wir Themen-ETFs jetzt direkt einzelnen der 17 SDG zuordnen. Dabei finden wir ETFs für 11 der 17 SDGs. Nur für die Ziele 1, 2, 8, 10, 16 und 17 konnten wir noch keine ETFs identifizieren.

Einzelne der SDG-Ziele können wir dabei unterteilen, z.B. Gesundheit in die Bereiche Healthcare und Biotechnologie, SDG 9 in traditionelle und IT-Infrastruktur, SDG 11 in Smart Cities und Immobilien und SDG 15 in Land- und Forstwirtschaft. So kommen wir auf insgesamt 16 Marktsegmente. Wir haben für 2021 aus jedem dieser Segmente nur einen ETF selektiert. Das ist anders als im Vorjahr, in dem einzelne ETFs bei einem vergleichbaren Vorgehen zu hohe Gewichte bekommen hätten.

Unsere Anforderungen an die ETFs sind dabei vielfältig. Die selektierten ETFs sollen physisch und nicht synthetisch sein. Außerdem soll der Fokus der ETFs nicht auf Largecaps liegen, denn kleine Unternehmen sind normalerweise stärker fokussiert – in diesem Fall auf SDGs – als Großunternehmen. Deshalb präferieren wir auch konzentrierte und nicht diversifizierte ETFs. So sollen außerdem zu starke Überschneidungen mit anderen SDG-Segmenten aber auch mit anderen Portfolios von Anlegern vermieden werden.

Ende 2020 sind sogar einige Themen-ETFs verfügbar, die ESG-Kriterien nutzen. Solche ETFs werden präferiert. Wenn nach diesen Kriterien noch gleichwertige ETFs vorhanden sind, soll der kostengünstigere ETF ausgewählt werden.

SDG ETF-Portfolio 2021: 16 ETFs von 7 Anbietern

Mit diesen Kriterien kommen wir zu einem neuen Startportfolio von 16 ETFs von 7 Anbietern mit den Themen Sauberes Wasser, Blue Economy und erneuerbare Energien, Batterien und Elektromobilität, Cybersecurity, Cloud Computing und digitale Bildung, und Smart Cities, grüne Immobilien, nachhaltige Nahrungsmittel, Agrar- und Forstwirtschaft, Biotechnologie, medizinisches Cannabis und Gesundheitswesen. Die 16 Themen-ETFs werden gleichgewichtet in das Portfolio genommen.

Der ETF-Marktührer iShares ist mit 4 ETFs vertreten aber dann folgen kleiner bzw. neuere Anbieter wie Rize (4), L&G (3), Lyxor (2) sowie je einem ETF von BNP, Credit Suisse und Wisdom Tree. Drei der ETFs nutzen explizit ESG Kriterien.

Zu Beginn könnte der Handel dieser teilweise noch sehr kleinen ETFs noch schwierig sind. Die ETF-Kosten für das Portfolio liegen bei ca. 0,45% p.a., was etwas unterhalb der Kosten von 2020 liegt.

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

ETF	SDG Ziel
Biotechnology	3
Healthcare Innovation	3
Medical Cannabis	3
Education	4
Clean Water	6
Clean Energy	7
Cloud Computing	9
Cybersecurity	9
Smart Cities	11
Global Real Estate	11
Battery Value-Chain	12
Sustainable Food	12
Future Mobility	13
Blue Economy	14
Agribusiness	15
Timber & Forestry	15

2.8. Eingestellte Portfolios Ende 2020

Die nicht weiter berechneten Portfolios wurden in der Vergangenheit nur wenig nachgefragt. Aber es gibt weitere Einstellungsgründe. Die gemischten **ESG ETF-Portfolio Trend** und **Weltmarktportfolio Basis Trend** kombinierten Trendfolge mit nahezu renditelosen Anleihen und haben deshalb zu geringe Renditepotenziale. Die **Weltmarktportfolios Basis Income, WMP S, WMP Stars** und **WMP S ex Bonds** werden eingestellt, weil sie inzwischen gut durch vergleichbare ESG ETF-Portfolios ersetzt werden können. Das **Equity Income (EW) ETF-Portfolio** wird eingestellt, weil der bisherige Vermögensverwalterkunde dafür sein Geschäft aufgegeben hat. Und das **Islamic ETF-Portfolio** wird nicht mehr angeboten, weil es immer noch zu wenige Islamische ETFs gibt und eine Änderung nicht absehbar ist (zur Performance aller Portfolios vgl. z.B. ESG-Portfolios 1-9/20: Deutsche Aktien performen besonders gut – Verantwortungsvolle (ESG) Geldanlage (prof-soehnholz.com).

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

3.1. Begründung für das Vorgehen bei der Portfoliobildung

ESG-Investments[164] nutzen E, S und G Kriterien für die Portfoliobildung. Research zeigt, dass ESG- bzw. SRI- Anlagen meist weder niedrigere Renditen noch höhere Risiken bringen als klassische Investments[165]. In einigen Fällen sind die Renditen sogar höher bzw. die Risiken geringer.

Bisher sind ESG-Anlagen bei deutschen Privatkunden noch relativ 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?

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

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

Es gibt Gründe, warum es noch nicht mehr ESG Portfolios für deutsche Privatkunden gibt. So gibt es keinen Konsens darüber, welche ESG Methode genutzt werden sollte[166].

Man kann z.B. Wertpapiere ausschließen, die bestimmten Kriterien nicht genügen. Bei fast allen Ausschlusskriterien kann man neben Befürwortern jedoch auch Gegner finden: Braucht man Atomenergie, weil sie klimafreundlich ist, oder schließt man sie aus? Sollen Waffenhersteller grundsätzlich ausgeschlossen werden oder braucht man Waffen zur Verteidigung? Sind genetisch veränderte Organismen grundsätzlich schlecht oder können sie zum Beispiel dabei helfen, Hunger zu reduzieren? Sollen Tierversuche verboten werden oder sind sie wichtig für den medizinischen Fortschritt? Was ist mit Alkohol, den man in geringem Umfang genießen kann, ohne sich zu schaden. Sollen Kirchen gegen Alkohol im Portfolio sein, obwohl ihnen Weingüter und Bierbrauereien gehören? Sollen Lotterien und Glücksspielanbieter legal sein, weil sie viele Steuereinnahmen bringen? Soll Tabakkonsum aus steuerlichen Gründen oder weil eine frühe Sterblichkeit die gesellschaftlichen Gesundheitskosten senken kann, zugelassen werden?

In westlichen Ländern wird kaum ein börsennotiertes Unternehmen illegale Drogen anbieten. Aber einige Drogen sind z.B. in den Niederlanden und neuerdings auch in den USA aufgrund von nachvollziehbaren Gründen legal. Sollen diese ausgeschlossen werden? Und muss man fossile Energien ausschließen, weil sie dem Klima schaden? Andererseits werden sehr viele Unternehmen und Privatpersonen noch lange auf fossile Energien angewiesen sein.

Neben Ausschlüssen werden auch relative ESG-Einschätzungen miteinander verglichen, so dass z.B. nur die besten Wertpapiere nach einem ESG-Rating ins Portfolio kommen. ESG Datenanbieter erfassen teilweise weit über einhundert ESG-Kriterien pro Wertpapier. Da ist es kein Wunder, dass unterschiedliche Analysten bzw. Anbieter zu unterschiedlichen ESG-Ratings für dasselbe Wertpapier kommen. Außerdem kann man auch bei Wertpapieren mit relativ guten aggregierten ESG-Ratings noch viele ESG-Unzulänglichkeiten finden, weil schlechte Einzelscores z.B. für Soziales oft durch gute andere Scores z.B. für Governance kompensiert werden können.

Als weiteren Ansatz kann man deshalb den des Engagements wählen. Dabei wird versucht, aktiv auf Unternehmen einzuwirken, ihre ESG-Position zu verbessern. Das macht Sinn, weil man so aktiv zur ESG-Verbesserung beitragen kann. Andererseits kann man Wertpapiere mit schlechten Scores auch 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

[166] Wir nutzen eine individualisierte Version des DVFA PRISC Modells, Details siehe Kapitel 6

werden seit mehr als 10 Jahren systematisch erhoben und sind käuflich erwerbbar. Allerdings sind ESG-Daten oft teuer und selten einfach auszuwerten. Gerade Anleger mit relativ geringen Anlagevolumina müssen deshalb bisher auf standardisierte ESG-Produkte ausweichen[167]. Das ändert sich jedoch mit zunehmender Nutzung flexibler ESG Modellportfolios und mit den geplanten individualisierbaren und investierbaren Direct ESG Indizes von Diversifikator.

3.2. Umsetzung verantwortungsvoller Aktienportfolios

Zumindest für Aktien zeigen die meisten Studien, dass verantwortungsvolles Anlegen nicht mit niedrigeren Renditen oder höheren Risiken verbunden ist[168]. Zwar ist die Auswahl an „verantwortungsvollen" 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. Liquiditäts- und Kapitalisierungskriterien[169] oder Anforderungen an bestimmte Finanzdaten bzw. -kennzahlen schränken Portfoliomanager auch und teilweise viel stärker ein, werden aber nicht immer so kritisch wie ESG-Kriterien hinterfragt.

Im ersten Schritt war das Ziel von Diversifikator, gute "verantwortungsvolle" Portfolios zu erstellen für attraktive Marktsegmente, für die es noch keine anerkannten "verantwortungsvollen" ETFs gab. Als erste Segmente wurden deutsche Aktien, weltweite Infrastruktur und Immobilientitel identifiziert. Deutsche Aktien wurden gewählt, weil das für einen deutschen Anbieter naheliegt. Bis 2018 gab es unseres Wissens zumindest keinen in Deutschland öffentlich angebotenen Publikumsfonds, der E, S und G Kriterien als wichtigste Filter für die Selektion deutscher Aktien nutzt. Es gibt allerdings Fonds, die ökologische Kriterien nutzen und teilweise auch soziale. Nach unseren Untersuchungen sind bzw. waren lange Zeit aber Governance-Faktoren besonders wichtig für ESG-Renditen und Risiken[170].

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

[167] Seit einiger Zeit gibt es auch kostenlose ESG-Daten für Privatanleger, aber diese sind meist nur als aggregierte ESG-Scores verfügbar oder nur aufwendig auszuwerten, siehe www.yoursri.com, S-Ray von Arabesque und neuerdings auch ESG-Ratings von MSCI
[168] Siehe Friede/Busch/Bassen 2016
[169] S. z.B. ESG Indizes weiter unten
[170] Siehe Söhnholz 2014

Infrastruktur [171] sind aber große Anlagesemente bzw. separate Anlageklassen mit einer ausreichenden Zahl attraktiver Aktien, für die es unseres Wissens bis 2018 noch keine konsequent nach ESG Kriterien gebildete Publikumsfonds gibt. Deshalb standen Infrastrukturaktien sowie Immobilienaktien und REITs [172] für uns neben deutschen Aktien an erster Stelle für Portfoliobildungen.

3.3. Das Vorgehen für die ESG Aktienportfolios

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[173]. Die Titel sollen zu Jahresanfang gleichgewichtet in das Portfolio aufgenommen werden. Zu jedem Jahreswechsel erfolgt eine neue Selektion der Titel auf Basis der definierten Selektionskriterien. Titel aus dem Vorjahr, die im Portfolio verbleiben, werden wieder auf Gleichgewicht rebalanziert. Unsere bisherige Erfahrung mit gleichgewichteten Portfolios mit jährlichem Rebalancing ist sehr positiv[174].

Die Titel sollen konsequent nach ESG-Kriterien selektiert werden. Gutes Abschneiden bei ESG-Kriterien ist deshalb nicht nur ein Zusatzkriterium, wie bei anderen Fonds, die ESG-Kriterien nutzen. In solchen Fonds können Wertpapiere enthalten sein, die nach ESG-Kriterien nicht besonders gut sind, weil diese durch besseres Abschneiden bei anderen Kriterien kompensiert wird. Wir stellen aber jeweils Mindestanforderungen an die Ratings für E, S und G separat, damit schlechte Werte

[171] 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"

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

[173] Untersuchungen zeigen, dass Segmentportfolios aus circa 15 Aktien ausreichend diversifiziert sein können. Ausnahme ist das Global Equities ESG S mit standardmäßig nur 5 Titeln, um auch mit relativ geringen Anlagebeträgen Testinvestments tätigen zu können aber auch, um die reale Performance eines sehr konzentrierten ESG Portfolios zu prüfen und das Global Equities ESG Top 10 enthält nur 10 Aktien

[174] 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

bei einem dieser Kriterien nicht durch gute Werte bei einem anderer dieser Kriterien kompensiert werden können.

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

Auch für 2021 gibt es wieder einige Regeländerungen. Ziele der Regeländerungen sind die Erweiterung des zulässigen Investitionsuniversum bei gleichzeitiger Vereinfachung und Vereinheitlichung der Regeln.

Diversifikator nutzt einen mehrstufigen Titelselektionsprozess. Auf Basis eines möglichst großen Universums von Titeln mit ESG-Score[175] 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. Deshalb wurden in der Vergangenheit die kleinsten und illiquidesten Aktien, solche mit geringem Streubesitz aber auch Aktien mit sehr hohen Mindestanlagen ausgeschlossen. Durch sogenannte Neobroker mit sehr günstigen Handelskosten und zunehmende Möglichkeiten von Bruchstückkäufen sind diese Kriterien aber nicht mehr so wichtig wie früher. Deshalb nutzen wir ab Ende 2020 nur noch die Marktkapitalisierung, die mindestens 250 Millionen Euro betragen soll[176].

2. Stufe: Es muss ein zu den Top 50% gehörendes[177] E, S und G Score bzw. Rating eines global aktiven ESG-Ratinganbieters vorliegen[178]. Aufgrund des Wechsels zu einem neuen Ratinganbieter haben wir die zusätzliche Anforderung gestellt, dass die E, S und G Ratings bei einem anderen Ratinganbieter nicht zu den jeweils schlechtesten 25% gehören dürfen.

---

[175] Unser neuer ESG Datenanbieter, den wir seit Dezember 2020 nutzen, erstellt ESG Ratings für fast dreissigtausend Unternehmen

[176] Das bedeutet für die Aktienportfolios eine Erhöhung von mindestens 20 auf mindestens 250 Millionen Marktkapitalisierung. Free Float (bisher 10 Millionen Euro) und Aktienkurs (bisher maximal 2000 Euro) werden ab Ende 2020 nicht mehr für die Selektion genutzt. Allerdings lagen auch in der Vergangenheit die meisten Aktien weit oberhalb dieser Grenzen.

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

[178] s. Auer/Schuhmacher 2016 zur Bedeutung des Vorhandenseins versus Abwesenheit von ESG Kriterien

3. Stufe sind „Länderausschlüsse“: Unternehmen aus Ländern, die nicht zu den 50% der Länder mit dem besten Rule-of-Law Scoring gehören, werden ausgeschlossen[179].

4. Stufe ist die Nutzung anerkannter „Ausschlusskriterien“[180]: D.h. ausgeschlossen werden alle Unternehmen, mit mehr als 0% bekannter Produktion oder mehr als 25% bekanntem Serviceumsatz in den Bereichen Alkohol, Tabak, Glücksspiel, Erwachsenenunterhaltung, Kriegswaffen und Militärzulieferung, Atomenergie, Kohle, fossile Brennstoffe und Energien, und grausamen oder kosmetikbezogenen Tierversuchen. Zusätzlich werden auch Unternehmen ausgeschlossen, die Milchprodukte bzw. Rindfleisch herstellen bzw. mehr als 25% Serviceumsatz mit diesen machen[181].

5. Stufe ist Verlustbegrenzung: Es werden nur Titel selektiert, die nicht zu den 25% der Aktien mit ESG Ratings mit den höchsten Verlusten in den letzten 12 Monaten gehören. Grund: Hohe Verluste gelten als Indikator für mögliche Probleme des Unternehmens[182], zu denen auch noch nicht in ESG Ratings auftretende ESG-Probleme zählen können. Außerdem kann man feststellen, dass Aktien mit geringen Risiken nicht unbedingt weniger Rendite bringen

---

[179] Anmerkung: Seit Ende 2019 werden nur die besten 50% der Länder nach Rule of Law Klassifikation genutzt (vgl. https://databank.worldbank.org/source/worldwide-governance-indicators#). Deshalb werden auch für 2021 zum Beispiel Brasilien, China, Russland, Türkei, Argentinien, Mexiko und Indonesien ausgeschlossen. Ausschlüsse richten sich nach primärer Börsennotiz und Hauptsitz des Unternehmens. So können Unternehmen ins Portfolio kommen, die in Hongkong gelistet sind und dort ihren Hauptsitz haben, die aber überwiegend in China tätig sind. Die Handelsbedingungen können je nach Depotbank und z.B. steuerlichen Anforderungen von Anlegern auch für die grundsätzlich zugelassenen Länder suboptimal sein. Anleger werden deshalb aufgefordert, mögliche Nachteile vor dem Kauf der jeweiligen Aktien zu prüfen. Für 2020 wurden durch das Länderkriterium 12% aller Aktien ausgeschlossen.

[180] Die Liste der Ausschlußkriterien orientiert sich an den in Deutschland am häufigsten genutzten Ausschlüssen, speziell den im Marktbericht des Forums Nachhaltige Geldanlagen aufgeführten Ausschlüssen, vgl. auch s. Eurosif European SRI Study 2016, S. 28 und S. 76. Hinweis: Ausschlüsse können fehlerhaft sein. So können z.B. nicht ausgeschlossene Verlage durchaus „Erwachsenenunterhaltung“ veröffentlichen, ohne dass das entsprechend erfasst wurde. Anders als in den Vorjahren, sind (medizinisches) Cannabis, gesundheitsfokussierte Tierversuche und genetisch veränderte Organismen dagegen wieder zugelassen, weil sich die Einstellungen zu diesen Ausschlüssen durch die Coronakrise und zur Hungerbekämpfung in den letzten Monaten verändert haben. Wie bisher bieten wir aber für individuelle Portfolios diese und weitere Ausschlußmöglichkeiten weiterhin an.

[181] 2020 wurden 31% der Aktien ausgeschlossen, vor allem wegen Tierversuchen, fossiler Brennstoffe, Kernenergie und Waffen.

[182] „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

müssen als Aktien mit hohen Risiken[183]. 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 grundsätzlich steigenden Kursen auftreten können. Außerdem zeigt sich, dass Wertpapierrangordnungen nach „max. Loss" sich kaum von volatilitätsabhängigen Rangordnungen unterscheiden, so dass wir lieber die Kennzahl „maximaler Verlust" nutzen. Unabhängig davon wird angestrebt, Portfolios mit begrenztem Risiko zu konstruieren. Die Konzentration auf maximal 30 Titel in einem Portfolio bringt zudem gewisse Risiken mit sich.

6. Stufe: In dieser Stufe werden Unternehmen auf angekündigte Übernahmen, Delistings oder andere sehr wahrscheinliche Anzeichen dafür geprüft, dass ihre Aktien nur noch weniger als ein Jahr im Portfolio blieben könnten. In einem solchen Fall werden sie nicht ins Portfolio aufgenommen.

7. Stufe sind „Governance-Rankings": Unsere Portfolios sollen idealerweise 30, mindestens aber 15 Aktien beinhalten, um eine ausreichende Diversifikation zu ermöglichen. Ausnahme ist das Global Equities ESG S Portfolio, das nur mit den besten 5 Titeln nach Governancerating besetzt wird. Sollten nach der sechsten Selektionsstufe noch mehr als 30 Titel für ein geplantes Portfolio zur Verfügung stehen, werden nur die 30 Titel mit dem höchsten Governance Scores ins Portfolio aufgenommen.

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 z.B. 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.

Das bedeutet, dass ein Anleger über einen Zeitraum von maximal einem Jahr einen oder sehr wenige Titel im Portfolio hält, die nicht erwünscht sind [185].

Die durchschnittliche Marktkapitalisierung der für 2021 selektieren Aktien beträgt knapp 19 Milliarden Euro, der Median etwas unter 7 Milliarden. Nur 12 Unternehmen haben über 100

[183] T.w. mit Behavioral-Finance Ansätzen erklärbar, siehe dazu Low-Vola oder Low-Beta „Anomalie"-Diskussionen.
[184] D.h. wenn die Aktie effektiv nicht mehr handelbar ist
[185] Die Wahrscheinlichkeit, dass mehrere Aktien unterjährig gegen ESG-Ausschlusskriterien verstoßen, halten wir für sehr gering. Für maßgeschneiderte Portfolios können andere Regeln angewendet werden.

Milliarden Marktkapitalisierung und von den größten Unternehmen der Welt ist nur Microsoft vertreten.

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

Ende 2020 erfüllten nur 24 statt der angestrebten 30 deutschen Aktien [186] alle unsere Anforderungen. Das war in den Vorjahren ähnlich: 2018 waren es 25, 2019 nur 20 und 2020 aber 29 Aktien. Die drei deutschen Unternehmen mit der höchsten Marktkapitalisierung sind dabei SAP, Siemens Healthineers und die Münchner Rück. Drei Unternehmen haben weniger als eine Milliarde Euro Marktkapitalisierung. Die durchschnittliche und die Medianmarktkapitalisierung betrugen etwa 10 und 6 Milliarden Euro.

Für das Universum „Globale Infrastrukturaktien" nutzen wir nur Aktien der Kategorie „Basic" bzw. „Core" Infrastruktur, also die Eigentümer und Betreiber von Infrastrukturnetzen und -Knoten bzw. monopolartige Anbieter von öffentlichen Transport-, Wasser-, Energie- und Kommunikationsservices. Das bedeutet, dass Unternehmen mit Fokus auf traditionelle Energieproduktion (meist als „Utilities" bezeichnet) und meist relativ „kleinteilige" Sozialinfrastruktur[187] ausgeschlossen werden. Außerdem werden durch die generellen Ausschlüsse auch keine Kern-Infrastruktur-Unternehmen mit Fokus auf Öl- und Gas-Pipelines im Portfolio zu finden sein. 2016 erfüllten 28 Aktien alle Anforderungen, 2019 nur noch 15, 2020 waren es wieder 30 und 2021 nur noch 19.

Das Infrastrukturportfolio 2021 enthält relativ viele Aktien aus Australien, Neuseeland und Asien und nur ein deutsches und kein Unternehmen aus den USA. Die durchschnittliche und die Medianmarktkapitalisierung betrugen nur etwa 20 und 7 Milliarden Euro.

[186] Das Universum „Deutsche Aktien" umfassen alle Stammaktien mit Hauptsitz in Deutschland und der Haupt-Börsennotiz (Primary Listing) in Deutschland

[187] 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

Das zulässige Immobilienuniversum beinhaltet Immobilienaktien und Equity-REITs[188], aber keine Mortgage REITs und möglichst ohne nach deutschem Investmentrecht als Investmentfonds angesehene REITs[189].

Von den 30 Immobilienaktien entfallen unter anderem 6 Aktien auf Großbritannien, 5 auf die USA, 4 auf Australien, 3 auf Schweden und je 2 auf Deutschland und die Schweiz. Die durchschnittliche und die Medianmarktkapitalisierung betrugen etwa 11 und 6 Milliarden Euro.

Das Portfolio „Globale Aktien" enthält für 2021 fünf US Aktien, 4 aus der Schweiz und je drei aus Kanada und den Niederlanden aber kein deutsches Unternehmen. Die Branchenstruktur ist ebenfalls gut diversifiziert. Die durchschnittliche und die Medianmarktkapitalisierung betrugen etwa 22 und 8 Milliarden Euro.

Das aus nur 5 Aktien bestehende Globale Portfolio „S" enthält 3 US, ein Schweizer und ein finnisches Unternehmen. Zwei der Unternehmen gehören zum Segment der „Employment Services". Die durchschnittliche und die Medianmarktkapitalisierung betrugen etwa 14 und 11 Milliarden Euro.

3.5. Rückrechnungen der ersten ESG Aktienportfolios

Rückrechnungen wurden nur für die ersten Portfolios in 2016/2017 vorgenommen. 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% [190] an Pauschalgebühren für Beratung und Management pro Jahr angenommen und entsprechend abgezogen. Alle anderen Parameter wurden wie für die ETF Portfoliorückrechnungen gewählt[191].

---

[188] Real Estate Investment Trusts sind in der Regel steuerbegünstigte, ausschüttungspflichtige Immobilienaktien, t.w. in fondsähnlicher Struktur.
[189] Es werden nur als „Ordinary Shares" klassifizierte REITs berücksichtigt. Depotbanken nehmen t.w. Unterscheidungen nach anderen Kriterien vor.
[190] 1,16% von Juli bis Dezember 2020. Für Trendfolgeportfolios werden aufgrund zusätzlicher erwarteter Transaktionen 2% p.a. angenommen und abgezogen.
[191] 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,

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

3.5.1. Deutsche Aktien ESG Portfolio

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

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

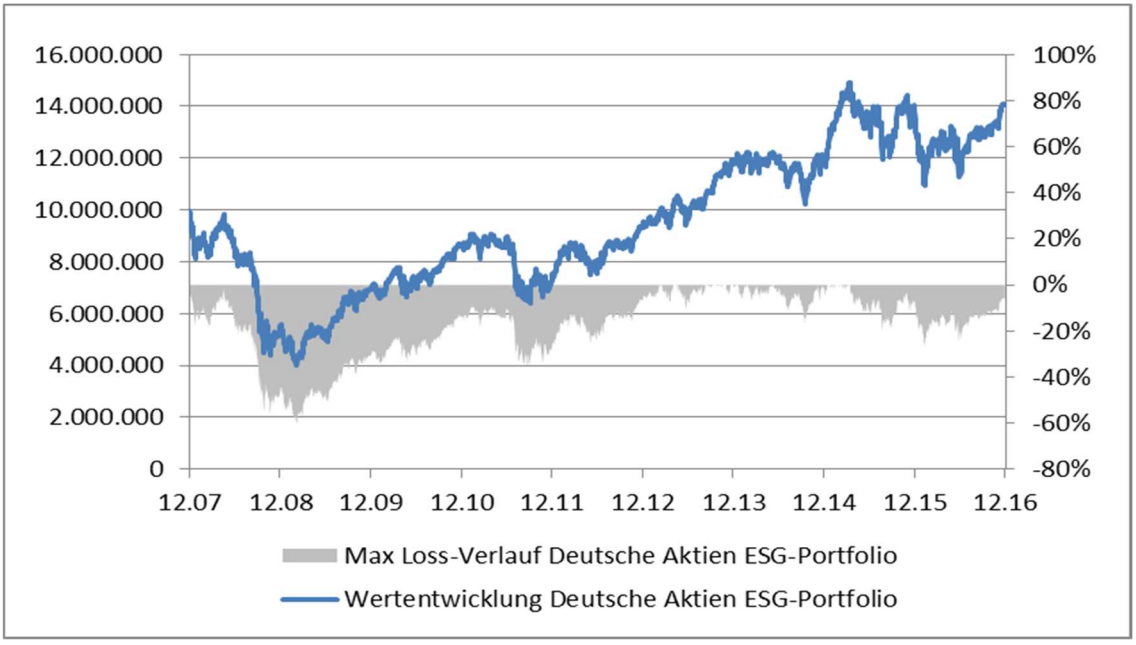


Chart 1: Die Grafik zeigt die Wertentwicklung (nach fiktiven Gebühren von 1,19%) bei einer Anlage in Deutsche ESG-Aktien nach den oben beschriebenen Kriterien (linke Achse). Der graue Bereich zeigt die Kurve des maximalen zwischenzeitlichen Verlusts (rechte Achse). Rebalancing auf Gleichgewichtung zum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

3.5.2. Infrastrukturaktien ESG Portfolio

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

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

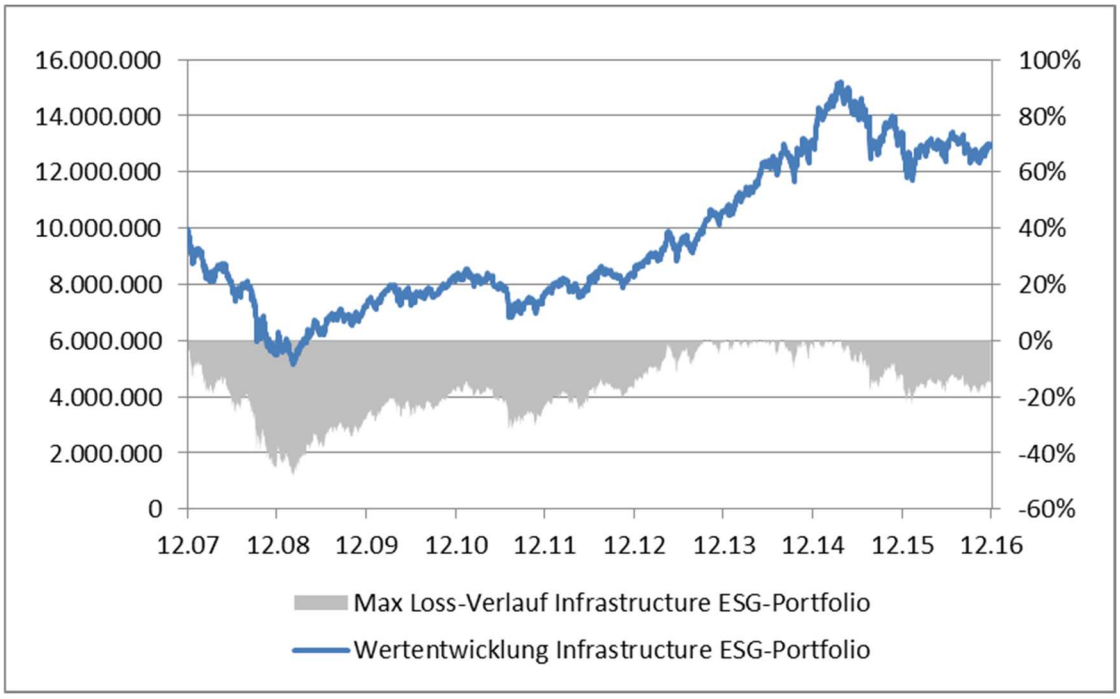


Chart 2: Die Grafikzeigt die Wertentwicklung (nach fiktiven Gebühren von 1,19%) bei einer Anlage in Infrastruktur ESG-Aktien nach den oben beschriebenen Kriterien (linke Achse). Der graue Bereich zeigt die Kurve des maximalen zwischenzeitlichen Verlusts (rechte Achse). Rebalancing auf Gleichgewichtung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

3.5.3. Immobilienaktien/REIT ESG Portfolio

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

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

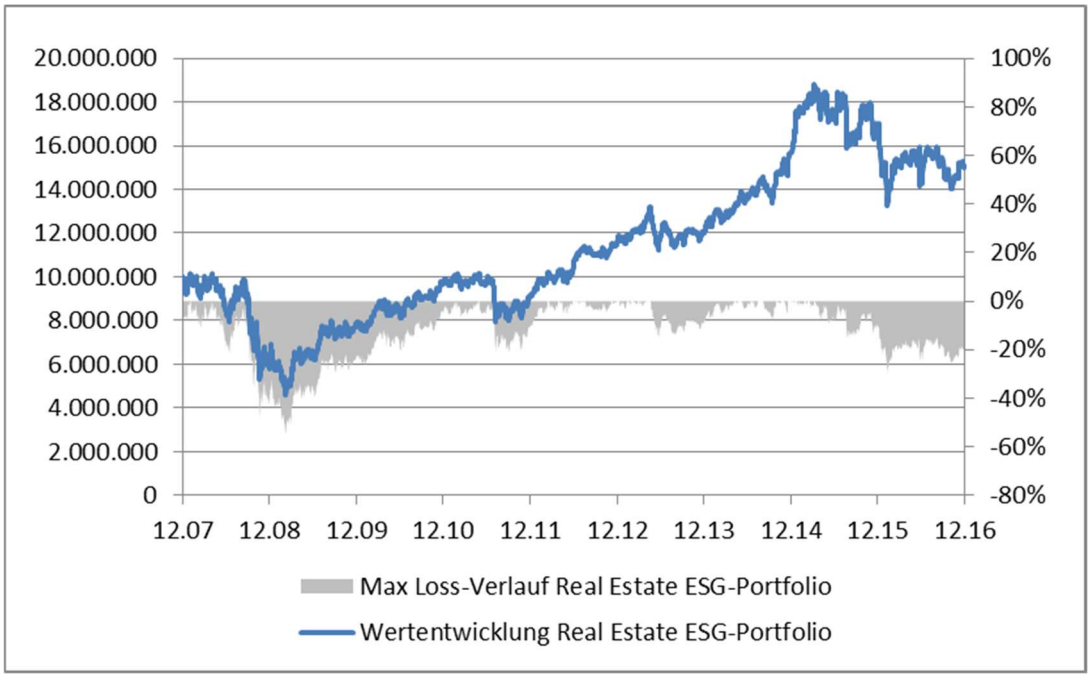


Chart 3: Die Grafik zeigt die Wertentwicklung (nach fiktiven Gebühren von 1,19%) bei einer Anlage in Immobilien/REIT ESG-Aktien nach den oben beschriebenen Kriterien (linke Achse). Der graue Bereich zeigt die Kurve des maximalen zwischenzeitlichen Verlusts (rechte Achse). Rebalancing auf Gleichgewichtung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

3.5.4. Global Equities ESG Portfolio

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

Rendite	50,1%
Rendite p.a.	4,40%
Volatilität	22,0%
Sharpe Ratio (0%)	0,20
Max Loss	-63,6%

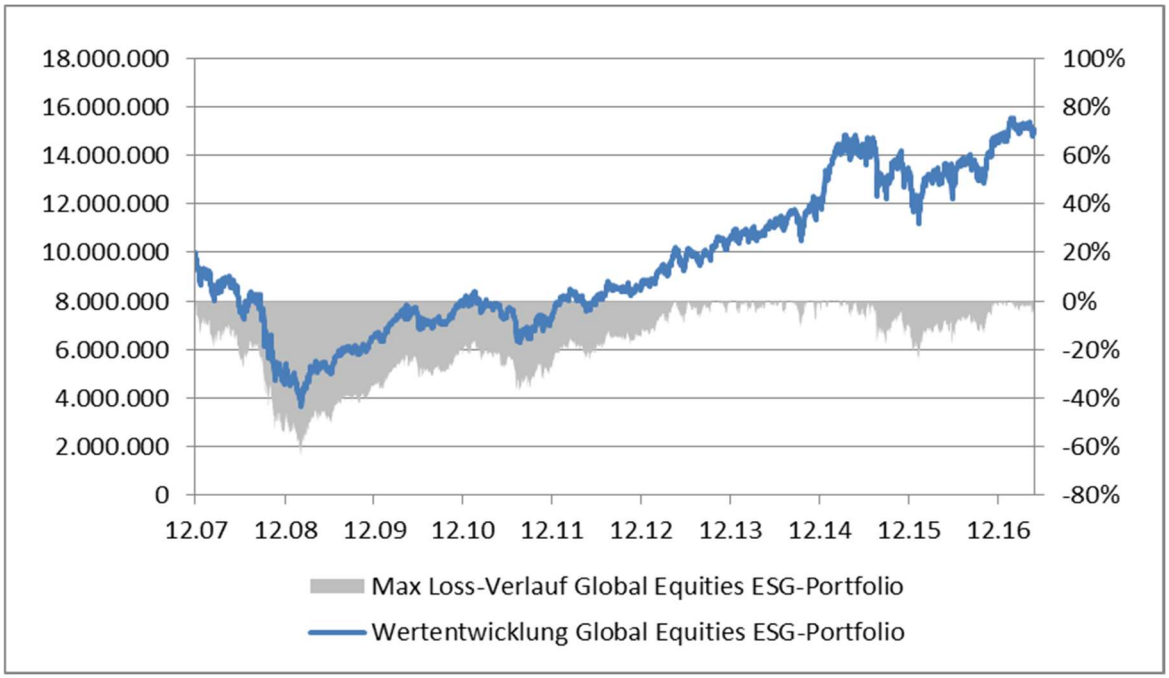


Chart 4: Die Grafik zeigt die Wertentwicklung (nach fiktiven Gebühren von 1,19%) bei einer Anlage in Global Equities ESG-Aktien nach den oben beschriebenen Kriterien (linke Achse). Der graue Bereich zeigt die Kurve des maximalen zwischenzeitlichen

Verlusts (rechte Achse). Rebalancing auf Gleichgewichtung zum jeweiligen Jahreswechsel.

3.5.5. Global Equities ESG S Portfolio

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

Rendite	211,3%
Rendite p.a.	12,82%
Volatilität	24,6%
Sharpe Ratio (0%)	0,52
Max Loss	-53,2%

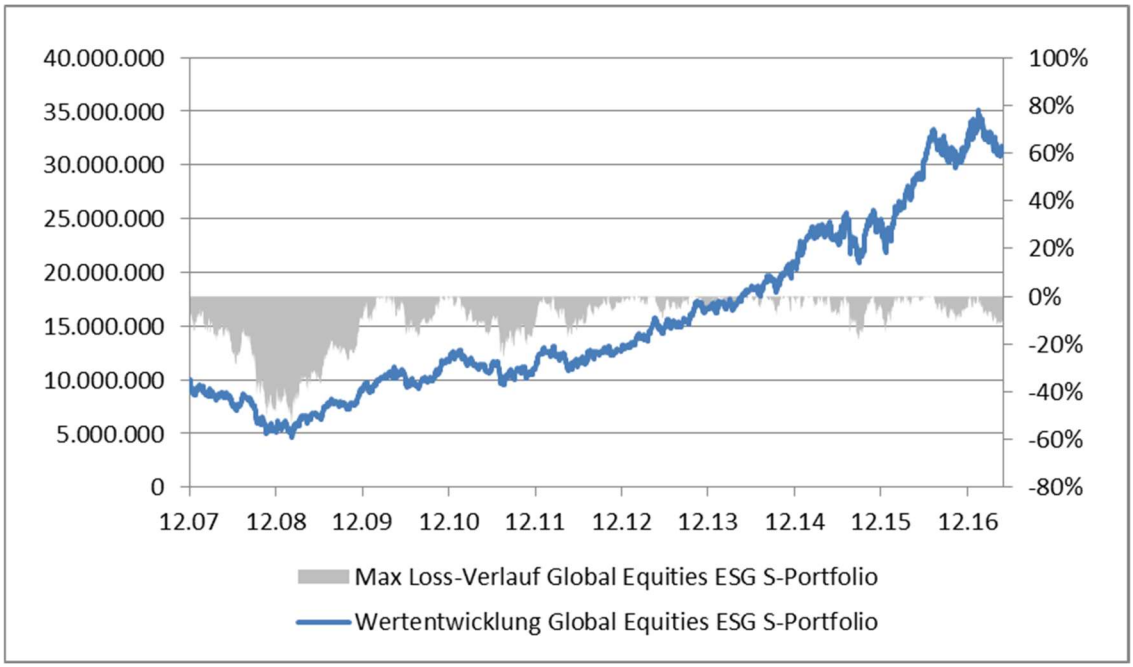


Chart 5: Die Grafik zeigt die Wertentwicklung (nach fiktiven Gebühren von 1,19%) bei einer Anlage in Global Equities ESG S-Aktien nach den oben beschriebenen Kriterien

(linke Achse). Der graue Bereich zeigt die Kurve des maximalen zwischenzeitlichen Verlusts (rechte Achse). Rebalancing auf Gleichgewichtung zum jeweiligen Jahreswechsel.

3.6. Regelmäßiges Monitoring und Portfolioänderungen[192]

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[193].

Jährlich erfolgt eine systematische Überprüfung der anderen Kriterien (Ausschlüsse, ESG-Scores, Low Risk) [194] 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.

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

Das Vorgehen der ESG-Aktienselektion von Diversifikator kann auf weitere als auf die o.g. Marktsegmente angewendet werden. Daraus ist in 2017 auch das Konzept der investierbaren ESG-Indizes entstanden. Vereinfacht zusammengefasst werden nicht nur die besten 30 nach Governancerating sondern alle Aktien, welche die Selektionskriterien für das globale ESG Aktienportfolio erfüllen, zu einem globalen ESG Universum zusammengeführt. In 2017 wurde die Zahl der zulässigen Titel auf 200 beschränkt, die nach Governancerating aus allen alten zulässigen Aktien ausgewählt wurden. Diese Zahl wurde Ende 2019 auf 400 erweitert, um die Unterindizes besser zu diversifizieren. Ende 2020 wurde dieses Limit ganz aufgehoben, so dass knapp 500 Aktien genutzt werden konnten.

---

[192] siehe dazu auch Kapitel 4

[193] Für institutionelle Anleger ist ein solcher Service jedoch möglich

[194] Die ESG Aktienportfolios von Diversifikator haben sich in fast allen Portfolios und Perioden sehr gut bewährt, deshalb gibt es keine Risikogründe, ESG-Daten häufiger zu prüfen.

Aus den zunächst 200 Titeln wurden in 2017 insgesamt 16 investierbare ESG Indizes gebildet. Das waren 6 Länder- bzw. Regionenindizes: Welt (also alle 200 Titel), USA, Europa, Euroland, United Kingdom und Schweizer Aktien. Hinzu kamen neun Branchenindizes: Basiskonsumgüter, Finanzdienstleistungen, Gesundheit, Grundstoffe, Immobilien, Industrie, Nicht-Basiskonsumgüter, Technologie und Telekommunikation. Da wir zunächst jeweils mindestens 5 Titel in einem Index haben wollen, kann sich die Anzahl der veröffentlichten Indizes ändern. So gab es für 2019 keinen separaten Ausweis für den Deutschland[195]- und den Ökoindex.

Durch die Erweiterung des Universums von 200 auf 400 konnte für 2020 wieder ein Deutschland-Index (14 Titel) berechnet werden. Zusätzlich wurde ein neuer Asien-Pazifik Index (113) gebildet. Neu ist auch, dass der US-Index zum Nordamerika-Index erweitert wurde und das Segment Telekommunikations-Infrastruktur in den Öko-Index aufgenommen wurde.

Ende 2020 haben wir die erforderliche Mindestpositionsanzahl für Indizes auf 15 erhöht. Durch die härteren Kriterien können wir einige Indizes künftig nicht mehr mit ausreichender Diversifikation anbieten. Das gilt für die Indizes für Schweizer und für Ökoaktien, den Telekom-, den Versorger- und den Grundstoffindex. Nicht-Basiskonsumgüter haben wir zudem mit Basiskonsumgütern zusammengeführt. So werden künftig die folgenden sieben Branchenindizes angeboten: Konsumgüter, Finanzdienstleistungen, Gesundheit, Immobilien, Industrie, Technologie und neu Infrastruktur und der SDG (Sustainable Development Goal) Themenindex.

Dafür konnten wir zusätzlich zu den Indizes für die Nordamerika, Asien-Pazifik, Europa, Euroland, UK und Deutschland neue Indizes einführen, und zwar für skandinavische und Emerging Markets Aktien. Insgesamt ergeben sich so acht Regionen- und Länderindizes: Asien-Pazifik, Nordamerika, Europa, Euroland, Skandinavien, UK, Deutschland und Emerging Markets.

Auf dieser Basis können weitere ESG Portfolios gebildet werden. Z.B. können Länder- und Branchenselektion von Anlegern miteinander kombiniert werden und mehr Titel können ausgeschlossen werden.

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

[195] Vor Ende 2020 gab es für die Infrastruktur, Immobilien und Deutschandportfolios leicht gelockerte Regeln, um eine ausreichende Diversfikation zu erreichen.

3.8. Der Öko ESG Index (2018 bis 2020) und der SDG ESG Index (ab 2018)

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[196].

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[197].

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 „PureESG" bezeichnet, weil die Aktienselektion (fast) nur anhand von ESG-Kriterien erfolgt und „ökonomische" Kriterien (bis auf maximale Verluste) keine Rolle spielen.

[196] Zu Definitionen siehe auch Kapitel 6
[197] Siehe auch Wendt (2017), S. 7

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, deren Berechnung sich nach Branchen unterscheiden kann. Für die Aktienselektion gelten jedoch für alle Unternehmen dieselben Mindestvoraussetzungen, um in die Portfolios aufgenommen zu werden (idealerweise „Best-in Universe").

Zusätzlich bietet Diversifikator gewinnorientierte (ESG-) Impact bzw. SDG 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.

Der Fokus auf strenge ESG Kriterien soll sicherstellen, dass keine Aktien in die SDG-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. Deshalb ist eine Selektion solcher Unternehmen für einen Impact bzw. SDG 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.

Auf SDG Reporting von Umsätzen und Investitionen von Unternehmen bzw. externen Datenanbietern kann für die Bildung diversifizierter Indizes noch nicht zurückgegriffen werden, da dieses noch zu selten bzw. lückenhaft ist.

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 Recyclingunternehmen

- Sonstige wie Telekommunikations-Infrastruktur (ab Anfang 2020)[198] und IT-Infrastruktur (ab Ende 2020), Wohnimmobilienunternehmen etc.

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

Zusätzlich zu den beiden oben genannten Branchen könnte man aufgrund anderer möglicherweise positiver Impact-Aktivitäten einzelne Unternehmen anderer Branchen hinzunehmen, z.B. Generika-Hersteller oder Hersteller von ökologischen Verpackungen. 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. Dieser wurde in 2019 nicht separat veröffentlicht, weil er weniger als 5 Titel umfasste und ab Ende 2020 ganz eingestellt, weil wieder nicht genug Positionen verfügbar waren.

Der SDG ESG Index vereint grundsätzlich den Gesundheits-, den Öko- und ab Ende 2020 auch einige Elemente des Infrastrukturindexes (sofern diese nicht auf Straßeninfrastruktur- oder Fluginfrastruktur fokussiert sind) sowie Unternehmen mit Fokus auf IT-Infrastruktur, Förderung des Wohnungsbaus etc., weil in Anlehnung an das SDG ETF-Portfolio weitere Marktsegmente aufgenommen wurden.

2021 setzt sich der SDG Index vor allem aus Unternehmen aus dem Gesundheitswesen und solchen mit Fokus auf erneuerbare Energien zusammen. Hinzu kommen Infrastrukturunternehmen mit

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

Fokus auf Schienen, Wasser und Telekommunikation. Während die SDG Portfolios 30 Aktien beinhalten, umfasst der SDG Index in 2021 insgesamt 59 Unternehmen.

Wie bei allen ESG Indizes werden jeweils am Jahresende die Regeln überprüft und neu angewendet und die Portfoliobestandteile auf das Ausgangsgleichgewicht rebalanziert.

3.9. Drei neue SDG bzw. Impactaktienportfolios für 2021: Global Equities SDG und Income und Trend

Zusätzlich zu den bereits seit mehreren Jahren bestehenden fünf Aktienportfolios werden künftig drei weitere Portfolios öffentlich angeboten. Alle drei sind auf die Sustainable Development Goals (SDG) der Vereinten Nationen ausgerichtet, eines davon trendgesteuert und eines auf Dividendenaktien fokussiert. Alle drei Portfolios basieren auf dem bereits 2017 eingeführten nicht öffentlichen Impactindex.

Anfang 2020 wurde einige Portfolios für die Deutsche Wertpapiertreuhand neu entwickelt. Dazu gehörte auch das **Global Equities ESG SDG Portfolio**. Dieses enthält grundsätzlich die gleichen Aktien wie der SDG ESG Index, sofern dem nicht Umsetzungsbeschränkungen bei der jeweiligen Depotbank entgegenstehen, wie das für Titel aus bestimmten Ländern der Fall sein kann. Das Portfolio bestand zum Start aus etwa 50 internationalen Large- und Midcap-Aktien, die regelbasiert vor allem nach relativ strengen Umwelt- und Sozial- und Unternehmensführungs-Anforderungen (ESG) selektiert und einmal jährlich gleich gewichtet werden. Zusätzlich dürfen sie nur zu Segmenten mit erwartetem positivem Impact wie Gesundheit, erneuerbaren Energien, Recycling, Schienen- und Telekommunikationsinfrastruktur gehören. Das **Global Equities ESG SDG Income** enthält die Top 30 nach durchschnittlichen 3-Jahres Dividendenrenditen zum letzten Indexbestimmungszeitpunkt gelistete Titel aus dem SDG ESG Index. Das **Global Equities ESG Eco** Portfolio enthielt die gleichen Komponenten wie der Öko ESG Index. Beide Eco-Ansätze wurden wegen einer zu geringen Anzahl geeigneter Aktien Ende 2020 eingestellt.

Härtere ESG Regeln: Impactportfoliodetails

In Bezug auf die Impactregeln hat sich seit 2017 nur wenig geändert (vgl. Impact+ESG: Innovatives Mischfondsprojekt der von der Heydt Bank - Verantwortungsvolle (ESG) Geldanlage (prof-soehnholz.com). Aus den knapp 500 Aktien, die unsere harten ESG Anforderungen erfüllen, werden top-down diejenigen selektiert, die überwiegend Aktivitäten verfolgen, die mit den 17 nachhaltigen Entwicklungszielen der Vereinten Nationen (SDG) kompatibel sind (vgl. auch SDG ETF-Portfolio: Innovativer Megatrendansatz mit guter Performance - Verantwortungsvolle (ESG) Geldanlage (prof-soehnholz.com).

Dazu gehören vor allem Unternehmen aus dem Gesundheitswesen und solche mit Fokus auf erneuerbare Energien. Hinzu kommen Infrastrukturunternehmen mit Fokus auf Schienen, Wasser und Telekommunikation. Neu hinzugekommen sind in diesem Jahr Unternehmen mit Fokus auf Informationstechnikinfrastruktur und auf Wohnimmobilien.

Die größten Portfoliounternehmen nach Marktkapitalisierung sind United Health Group, Cisco, Anthem und Humana aus den USA. Mit weniger als 1,5 Milliarden Euro sind die am geringsten kapitalisierten Unternehmen Adva Optical Networking aus Deutschland, Emis Group aus UK, Netcare aus Südafrika und TomTom aus den Niederlanden. Aus Deutschland befinden sich außerdem noch zwei Wohnimmobilienunternehmen im Portfolio.

Trendfolge für das SDG Aktienportfolio

Zusätzlich zu den zwei ESG und SDG fokussierten ETF-basierten Trendfolgeportfolios wird jetzt nach den gleichen Regeln auch erstmals ein Einzelaktienportfolio mit Trendfolge angeboten. Für die Signalgenerierung wird der 40 Tagedurchschnitt eines Weltaktien ETFs genutzt. Wenn das Kauf- oder Verkaufssignal am Folgetag bestätigt wird, werden alle Aktien im Portfolio ge- oder verkauft. Anleger, die das Portfolio in Eigenregie umsetzen, sollten so wie wir dabei darauf achten, dass die Handelskosten gering bleiben.

Härtere ESG Regeln: Zusatzkriterium für Incomeportfolios

Für die Incomeportfolios wurde nicht nur wie bisher die Dividendenhöhe der letzten drei Jahre berücksichtigt, sondern auch, ob Dividenden ausgesetzt wurden. Das heißt, dass - unabhängig von der Dividendenhöhe - keine Unternehmen aufgenommen wurden, die ihre Zahlungen zeitweise ganz ausgesetzt hatten. Der Grund dafür ist, dass eine aktuelle Untersuchung gezeigt hat, dass sich das komplette Aussetzen von Dividendenzahlungen besonders nachteilig auswirken kann[199].

Das Global Equities ESG SDG Portfolio enthält, ebenso wie das Trendfolgeportfolio, ab Ende 2020 30 Titel, davon 7 aus den USA, 3 aus Deutschland aber keinen aus der Schweiz. 12 der Unternehmen sind in teilweise recht unterschiedlichen Gesundheitssegmenten aktiv. Die durchschnittliche und die Medianmarktkapitalisierung betrugen etwa 27 und 9 Milliarden Euro.

Das Global Equities ESG SDG Income Portfolio enthält ebenfalls 30 Titel, davon 4 aus den USA und ebenfalls 3 aus Deutschland und keinen aus der Schweiz und 10 aus unterschiedlichen

[199] vgl. Pettenuzzo, Davide; Sabbatucci, Riccardo und Timmermann, Allan: Dividend Suspensions and Cash Flow Risk during the COVID-19 Pandemic vom 16. Juni, 2020,
s. https://ssrn.com/abstract=3628608

Gesundheitssegmenten. Die durchschnittliche und die Medianmarktkapitalisierung betrugen etwa 25 und 9 Milliarden Euro.

	„Aktive" ESG/SRI Fonds/Portfolios	ESG/SRI ETFs	Diversifikators PureESG Portfolios/Indizes
Titelselektion	Diskretionär	Regelbasiert	Regelbasiert
Ausschlüsse	Wenige	ESG wenige, SRI mehrere (mit Umsatztoleranzen)	Viele (ohne Umsatztoleranzen)
Titelanzahl	Unterschiedlich	Viele	30 (Portfolios) bis 400 (Indizes)
Titelgewichtung	Unterschiedlich	Kapitalisierungsgewichtet	Gleichgewichtet
Rebalanzierungen	Unterschiedlich	Quartalsweise	Jährlich (optional häufiger)
Abweichungen zu Standardindizes	Unterschiedlich	Gering	Hoch
Selektionsbasis	Best-in-Class	Best-in-Class	Best-in-Universe
ESG Selektionsdetails	Unterschiedlich	Aggregierte ESG-Scores	Separate E, S und G Scores
Impact-/SDG Ansatz	Kleine Umsatzanteile	Kleine Umsatzanteile	Hohe Umsatzanteile
Stimmrechtsausübungen	Teilweise	Ja	Optional für Großanleger
Engagement	Teilweise	Nein	Optional für Großanleger
ESG-Individualisierungen	Nein oder hohe Mindestanlagen	Nein	Verwalterabhängig (SB ab sehr kleinen Summen)
Mischportfoliobildung	Mit Anleihen "optimiert"	Nein	Mit „Cash", Anleihen oder Trendfolge
Kosten für 50tsd. EUR ohne/inkl. Umsetzung und Beratung	1,5% bzw. 2% p.a.	0,2% bzw. 1,2% p.a.	0,3% bzw. 1,2% p.a.

3.10. Unterschiede zwischen ESG-Portfolios und ESG-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. 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. Einzeltitelselektion kann aber durch Abwahl von Titel aus den investierbaren Indizes erfolgen.

Es gibt zwei Unterschiede zwischen Standard-Portfolios und Indizes: Die Anzahl der Bestandteile (bzw. Kapitalisierungsanforderungen) und die Berücksichtigung von Kosten.

Mit Ausnahme des Global Equities S Portfolios mit immer 5 Titeln haben Portfolios mit 15 bis 30 eine Mindest- und eine Maximalanzahl von Komponenten. Die mussten ursprünglich nicht alle in den ESG Indizes enthalten sein. So enthielten die Portfolios Deutsche Aktien, Infrastrukturaktien und Immobilienaktien zum Beispiel Positionen, welche z.B. die Liquiditätsanforderungen der Indizes nicht erfüllen mussten, weil die entsprechenden Indizes teilweise nur sehr wenige Bestandteile hatten. Seit Ende 2020 müssen Portfoliounternehmen auch in Indizes enthalten sein. Indizes haben ab 2021 ebenfalls mindestens 15 Bestandteile, allerdings ohne Begrenzung der Maximalzahl: Alle Aktien, welche die Selektionskriterien erfüllen, werden Indexbestandteile.

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

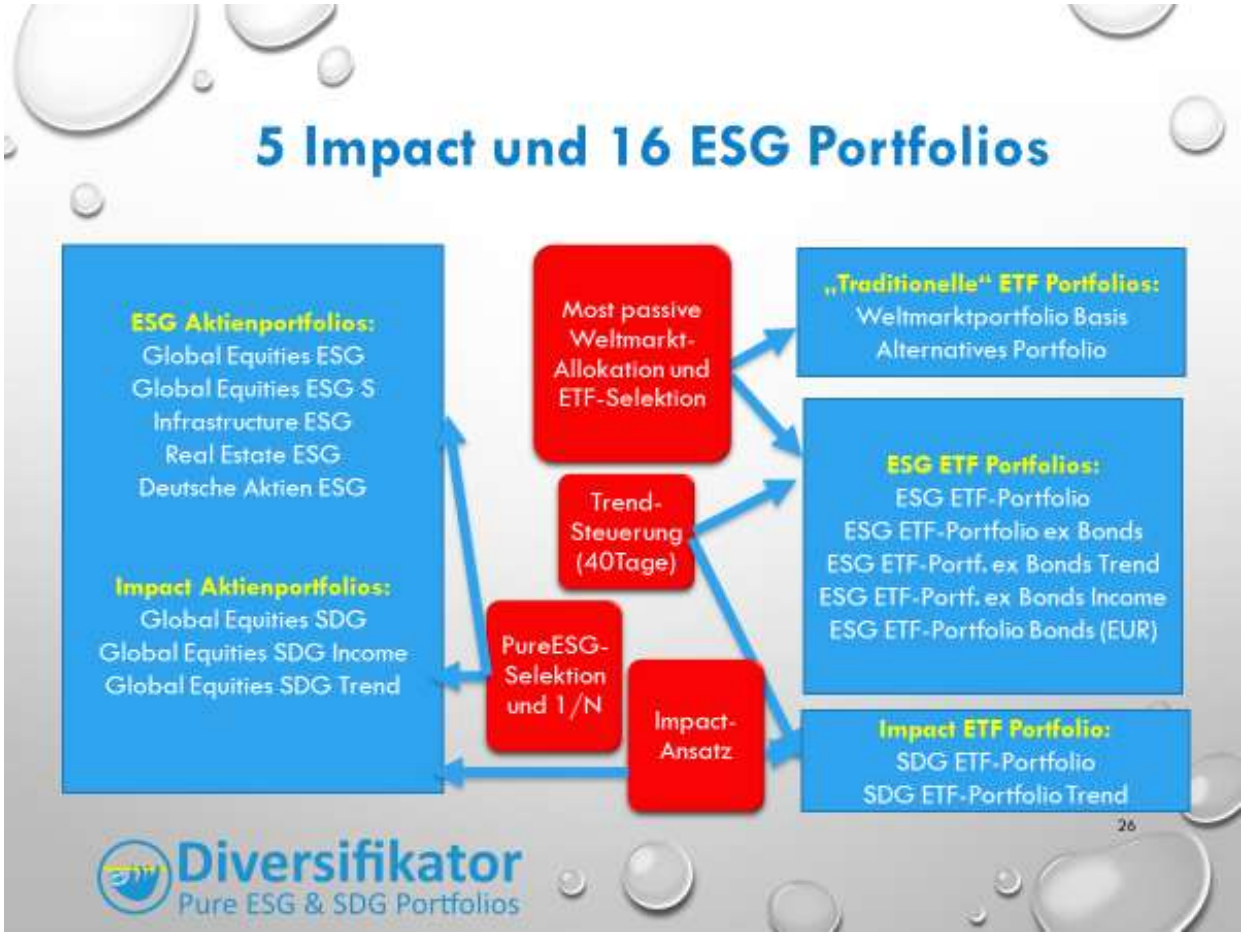
3.11. Erweiterungsmöglichkeiten für institutionelle Anleger

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.

Direct ESG Indexing:
„Spezialfonds“ für Kleinanleger
IVV:
Aktiv-
Individuell
Direct Indexing:
Passiv-
Individuell
Publikumsfonds:
Aktiv-
Standardisiert
ETFs:
Passiv-
Standardisiert
Individua
-lisierung
Passivierung (günstige Automatisierung)
Diversifikator
Pure ESG & SDG Portfolios

4. Portfolioüberblick

4.1. Portfolioüberblickstabelle mit Erläuterungen



Portfolios (Stand Dez. 2020)	Aktien+ Alterna-tives	Ca. # Posi-tione	Ca. # Wert-papie	Risiko-klass	Ca. ETF-Kosten (%)	Nachhal-tigkeit-score	Anmerkungen
Global Equities ESG	100%	30	30	5	0	80	PureESG Ansatz , Top 30 nach "G"
Global Equities ESG S	100%	5	5	5	0	80	PureESG Ansatz , Top 5 nach "G"
Global Equities ESG SDG	100%	30	30	5	0	100	PureESG plus SDG-Segmentansatz
Global Equities ESG SDG Income	100%	30	30	5	0	100	PureESG plus SDG-Segmentansatz
Global Equities ESG SDG Trend	100%	30	30	5	0	100	PureESG + SDG-Segmentansatz +Trading
Infrastructure ESG	100%	19	19	4	0	80	PureESG Ansatz
Real Estate ESG	100%	30	30	5	0	80	PureESG Ansatz
Deutsche Aktien ESG	100%	24	24	5	0	80	PureESG Ansatz
ESG ETF-Portfolio	55%	10	>3000	4	0,29	50	Most-passive mit strengen ESG ETFs
ESG ETF-Portfolio ex Bonds	100%	7	>1000	7	0,36	50	Most-passive mit strengen ESG ETFs
ESG ETF-Portfolio ex Bonds Income	100%	7	>1000	7	0,34	50	Most-passive mit strengen ESG ETFs
ESG ETF-Portfolio ex Bonds Trend	100%	7	>1000	7	0,36	50	Most-passive mit strengen ESG ETFs
ESG ETF-Portfolio Bonds (EUR)	0%	9	>1000	5	0,24	50	Most-passive mit strengen ESG ETFs
SDG ETF-Portfolio	100%	16	>1000	7	0,43	20	SDG Segmentansatz
SDG ETF-Portfolio Trend	100%	16	>1000	7	0,43	20	SDG Segmentansatz +Trading
Weltmarkt ETF-Portolio Basis	58%	13	>7000	5	0,23	0	Most-passive mit Standard ETFs
Alternatives ETF-Portfolio	100%	18	>3000	4	0,47	0	Immobilien-, Infrastruktur- etc. ETFs

- ETFs versus direkte Aktienportfolios: Wissenschaftliche Studien zeigen, dass Portfolios innerhalb von Anlageklassen teilweise schon ab 5 Wertpapieren ausreichend diversifiziert sein können. Indexfonds (wir nutzen ETFs) haben meist einen wesentlichen höheren Diversifikationsgrad, der kostengünstig erreicht wird. Eine besonders breite Diversifikation wird typischerweise durch eine Streuung über mehrere Anlageklassen wie Aktien, Anleihen und alternative Anlagen erreicht.

- Anleihen: Viele Anleger erwarten Zinssteigerungen, die typischerweise zu Kursverlusten von Anleihen führen. Anleihe-ETFs enthalten meist zahlreiche "ältere" Anleihen, so dass einige Anleger keine Anleihe-ETFs in ihren Portfolios haben möchten.

- Unter alternativen Aktien verstehen wir Immobilienaktien, Real Estate Investments Trust, Infrastrukturaktien, Aktien von Rohstoffunternehmen und Private Equity Aktien. Mid-/Small-Cap Aktien sind im Alternatives ETF-Portfolio ein "Ersatz" für Beteiligungen an nicht-börsennotierten Unternehmen. Wir nutzen alternative Aktien als "Ersatz" für illiquide Anlagen, welche die meisten Anleger nicht effizient diversifiziert nutzen können. Studien zeigen, dass alternative Aktien sich mittelfristig ähnlich wie die ihnen zugrunde liegenden Anlageklassen verhalten, also Immobilienaktien ähnlich wie Immobilien. Alternative Aktien können zur Diversifikation von Portfolios beitragen, sind in Marktkrisen aber oft hohen Verlusten ausgesetzt, weil Anleger diese statt ihrer entsprechenden illiquiden Anlagen verkaufen.

- Derivate ("abgeleitete/strukturierte Anlageinstrumente") werden von manchen sogenannten synthetischen ETFs genutzt, um Indizes möglichst eng und steuereffizient

nachzubilden. Einige Anleger mögen keine synthetischen ETFs, weil sie Ausfallrisiken von Emittenten beinhalten können. Direkt nutzen wir keine Derivate in unseren Portfolios. So werden auch die trendgesteuerten Portfolios nur durch Verkauf bzw. Kauf von ETFs umgesetzt. (Nur) In dem WMP Basis und dem Alternatives ETF-Portfolio können synthetische ETFs mit Derivaten enthalten sein.

- Verantwortung: Es gibt keine einheitlichen Verantwortungs-Standards. Unsere ESG ETF-Portfolios nutzen möglichst strenge, d.h. überwiegend SRI (Socially Responsible Investment) Kriterien und unsere Aktienportfolios noch umfassendere Ausschlüsse und besonders hohe E, S und G Anforderungen. Research zeigt, dass verantwortungsvolle eher besser als traditionelle Anlagen performen.

- Risikosignale: Risikosteuerungen sollen Verlustrisiken reduzieren aber sie generieren auch Fehlsignale und phasenweise niedrigere Renditen. Wir haben uns für die Nutzung der bewährten 40-Tagelinie entschieden.

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

Grundsätzlich sollte jeder qualifizierte Anlageberater und Vermögensverwalter mit Hilfe der Informationen auf unserer Webseite in der Lage sein, eine gute Beratung zu allen unseren Portfolios zu liefern. Wenn die Berater/Verwalter den Konditionsempfehlungen von Diversifikator folgen, sollten die Kosten für die eigene Umsetzung vergleichbar zu der Umsetzung über Berater/Verwalter sein.

4.2. Portfolio-Allokationen für 2021 im Überblick

#	Portfolio	Anlagesegment	Soll-Allokation
1	Weltmarkt ETF-Portfolio Basis	Aktien Large Caps Europa	8,8%
2	Weltmarkt ETF-Portfolio Basis	Aktien Large Caps Japan	3,3%
3	Weltmarkt ETF-Portfolio Basis	Aktien Large Caps USA	10,3%
4	Weltmarkt ETF-Portfolio Basis	Aktien Schwellenländer	6,5%
5	Weltmarkt ETF-Portfolio Basis	Aktien Small Caps USA	3,0%
6	Weltmarkt ETF-Portfolio Basis	Immobilien USA	5,3%
7	Weltmarkt ETF-Portfolio Basis	Immobilien Welt ex-USA	6,0%
8	Weltmarkt ETF-Portfolio Basis	Infrastruktur Welt	5,0%
9	Weltmarkt ETF-Portfolio Basis	Private Equity Welt	5,3%
10	Weltmarkt ETF-Portfolio Basis	Rohstoffe Energie	1,8%
11	Weltmarkt ETF-Portfolio Basis	Rohstoffe Metalle	2,5%
12	Weltmarkt ETF-Portfolio Basis	Staatsanleihen inflationsindexiert USA	5,0%
13	Weltmarkt ETF-Portfolio Basis	Staatsanleihen lange Laufzeit USA	4,0%
14	Weltmarkt ETF-Portfolio Basis	Staatsanleihen mittlere Laufzeit Europa	3,8%
15	Weltmarkt ETF-Portfolio Basis	Staatsanleihen mittlere Laufzeit Japan	3,5%
16	Weltmarkt ETF-Portfolio Basis	Staatsanleihen mittlere Laufzeit USA	3,8%
17	Weltmarkt ETF-Portfolio Basis	Unternehmensanleihen USA	11,3%
18	Weltmarkt ETF-Portfolio Basis	Unternehmensanleihen Welt ex-USA	11,3%
1	Alternatives ETF-Portfolio	Agrar- und Farmland Welt	8,5%
2	Alternatives ETF-Portfolio	Immobilien Asien	5,8%
3	Alternatives ETF-Portfolio	Immobilien Europa	9,3%
4	Alternatives ETF-Portfolio	Immobilien USA	20,3%
5	Alternatives ETF-Portfolio	Infrastruktur Industrieländer	15,0%
6	Alternatives ETF-Portfolio	Infrastruktur Schwellenländer	3,5%
7	Alternatives ETF-Portfolio	Private Equity Europa	3,3%
8	Alternatives ETF-Portfolio	Private Equity USA	6,5%
9	Alternatives ETF-Portfolio	Private Equity Welt	11,3%
10	Alternatives ETF-Portfolio	Rohstoffe Energie Europa	2,5%
11	Alternatives ETF-Portfolio	Rohstoffe Energie USA	4,0%
12	Alternatives ETF-Portfolio	Rohstoffe Metalle Europa	3,3%
13	Alternatives ETF-Portfolio	Rohstoffe Metalle USA	7,0%

#	Portfolio	Anlagesegment	Soll-Allokation
1	ESG ETF-Portfolio	Aktien Europa	10,5%
2	ESG ETF-Portfolio	Aktien Pazifikregion	4,0%
3	ESG ETF-Portfolio	Aktien Schwellenländer	7,8%
4	ESG ETF-Portfolio	Aktien USA	12,5%
5	ESG ETF-Portfolio	Immobilien Welt	6,5%
6	ESG ETF-Portfolio	Immobilien Welt ex-USA	7,3%
7	ESG ETF-Portfolio	Infrastruktur Welt	6,0%
8	ESG ETF-Portfolio	Staatsanleihen Welt	18,5%
9	ESG ETF-Portfolio	Unternehmensanleihen USA	13,5%
10	ESG ETF-Portfolio	Unternehmensanleihen Welt ex-USA	13,5%
1	ESG ETF-Portfolio ex Bonds	Aktien Europa	19,5%
2	ESG ETF-Portfolio ex Bonds	Aktien Pazifikregion	7,3%
3	ESG ETF-Portfolio ex Bonds	Aktien Schwellenländer	14,3%
4	ESG ETF-Portfolio ex Bonds	Aktien USA	23,0%
5	ESG ETF-Portfolio ex Bonds	Immobilien Welt	11,8%
6	ESG ETF-Portfolio ex Bonds	Immobilien Welt ex-USA	13,3%
7	ESG ETF-Portfolio ex Bonds	Infrastruktur Welt	11,0%
1	SDG ETF-Portfolio	Agriculture	6,3%
2	SDG ETF-Portfolio	Biotech	6,3%
3	SDG ETF-Portfolio	Blue Economy	6,3%
4	SDG ETF-Portfolio	Cities	6,3%
5	SDG ETF-Portfolio	Cloud Computing	6,3%
6	SDG ETF-Portfolio	Cybersecurity	6,3%
7	SDG ETF-Portfolio	Education	6,3%
8	SDG ETF-Portfolio	Energy-Infrastructure	6,3%
9	SDG ETF-Portfolio	Food	6,3%
10	SDG ETF-Portfolio	Forestry	6,3%
11	SDG ETF-Portfolio	Healthcare	6,3%
12	SDG ETF-Portfolio	Medicine	6,3%
13	SDG ETF-Portfolio	Mobility	6,3%
14	SDG ETF-Portfolio	Real Estate	6,3%
15	SDG ETF-Portfolio	Utility	6,3%
16	SDG ETF-Portfolio	Water	6,3%
1	ESG ETF-Portfolio Bonds (EUR)	High Yield Europa (bzw. Welt ex-USA)	5,0%
2	ESG ETF-Portfolio Bonds (EUR)	High Yield USA	5,0%
3	ESG ETF-Portfolio Bonds (EUR)	Investment Grade Europa (bzw. Welt ex-USA) k	7,0%
4	ESG ETF-Portfolio Bonds (EUR)	Investment Grade Europa (bzw. Welt ex-USA) la	7,3%
5	ESG ETF-Portfolio Bonds (EUR)	Investment Grade Europa (bzw. Welt ex-USA) m	7,3%
6	ESG ETF-Portfolio Bonds (EUR)	Investment Grade USA kurz	7,0%
7	ESG ETF-Portfolio Bonds (EUR)	Investment Grade USA lang	7,3%
8	ESG ETF-Portfolio Bonds (EUR)	Investment Grade USA mittel	7,3%
9	ESG ETF-Portfolio Bonds (EUR)	Staatsanleihen Welt	47,0%

4.3. Rückrechnungen bis 2017 im Überblick

	WMP Basis	WMP Basis Trend	WMP Basis Income	WMP S	WMP S ex Bonds	WMP S "Stars"	ESG ETF-Portfolio	ESG ETF-Portfolio Trend	Weltaktien-ETF	60/40-Benchmark
Rendite	54,0%	77,0%	68,9%	48,8%	59,2%	59,6%	45,6%	80,7%	39,4%	48,69%
Rendite p.a.	5,4%	6,6%	6,0%	4,9%	5,7%	5,7%	4,7%	6,5%	4,1%	4,9%
Volatilität	8,5%	6,5%	8,2%	9,4%	17,5%	9,2%	12,1%	7,7%	20,5%	10,2%
Sharpe Ratio (0%)	0,63	1,0	0,73	0,53	0,33	0,62	0,39	0,84	0,20	0,48
Maximaler Verlust	-22,8%	-12,4%	-24,2%	-27,4%	-49,5%	-25,6%	-35,3%	-18,3%	-49,2%	-25,0%
2008	-18,3%	2,8%	-19,8%	-21,4%	-39,5%	-18,4%	-28,4%	-1,2%	-38,1%	-18,9%
2009	14,6%	10,7%	14,4%	18,9%	32,5%	16,7%	22,0%	16,8%	29,4%	14,5%
2010	17,3%	13,7%	16,5%	13,4%	24,7%	11,9%	18,6%	15,3%	20,6%	10,1%
2011	4,8%	0,7%	3,6%	-0,8%	-2,0%	-1,1%	0,6%	-3,4%	-6,2%	-1,0%
2012	10,0%	7,0%	9,7%	15,9%	18,4%	14,3%	9,1%	4,2%	15,3%	12,3%
2013	1,3%	0,8%	2,1%	7,1%	10,9%	7,6%	7,4%	8,7%	17,4%	12,5%
2014	19,3%	16,5%	17,8%	18,8%	23,3%	18,6%	19,8%	16,7%	18,5%	17,0%
2015	6,4%	3,5%	6,3%	2,3%	3,3%	4,1%	7,9%	-0,1%	8,5%	6,9%
15.02.2016	-5,5%			-6,2%			-7,8%		-11,6%	-7,0%
01.04.2016					-2,8%				(-5,6%)	(-2,9%)
02.05.2016						-0,2%			(-4,7%)	(-2,6%)
2016		4,5%	7,2%					6,1%	(17,6%)	(7,2%)
31.05.2017								0,5%	(3,3%)	(1,6%)
ETF-Kosten	0,29%	0,26%	0,27%	0,39%	0,52%	0,34%	0,33%	0,33%	0,45%	0,33%

	Islamic ETF-Portfolio	Alternatives ETF-Portfolio	Equity Income (DW) ETF-Portfolio	Deutsche Aktien ESG	Infrastructure ESG	Real Estate ESG	Global Equities ESG	Global Equities ESG S	Weltaktien-ETF
Rendite	30,20%	49,8%	94,4%	51,4%	40,1%	72,4%	61,6%	229%	39,4%
Rendite p.a.	3,2%	5,0%	7,7%	4,7%	3,8%	6,2%	5,2%	13,5%	4,1%
Volatilität	20,0%	18,5%	18,3%	24,0%	15,6%	21,6%	21,3%	24,2%	20,5%
Sharpe Ratio (0%)	0,16	0,27	0,42	0,20	0,24	0,29	0,25	0,59	0,20
Maximaler Verlust	-44,7%	-54,6%	-51,9%	-58,9%	-47,3%	-52,3%	-62,6%	-52,1%	-49,2%
2008	-36,3%	-44,8%	-38,1%	-45,5%	-42,0%	-35,5%	-50,8%	-44,5%	-38,1%
2009	27,6%	39,2%	33,5%	29,8%	27,7%	29,3%	35,1%	65,1%	29,4%
2010	19,8%	27,2%	24,5%	25,0%	13,7%	23,3%	21,1%	30,5%	20,6%
2011	-5,5%	-2,6%	-1,6%	-14,0%	-4,9%	-4,2%	-5,0%	-3,4%	-6,2%
2012	10,4%	17,3%	13,1%	28,9%	9,9%	26,7%	17,8%	16,5%	15,3%
2013	10,4%	7,8%	17,7%	27,5%	27,3%	6,0%	23,8%	30,0%	17,4%
2014	15,9%	23,3%	15,8%	2,3%	23,0%	23,2%	15,3%	24,2%	18,5%
2015	4,8%	3,3%	4,6%	15,8%	3,9%	10,1%	10,2%	19,4%	8,5%
15.02.2016									-11,6%
01.04.2016	-4,3%	-2,1%							(-5,6%)
02.05.2016									(-4,7%)
2016			19,0%	2,3%	-2,0%	-8,4%	9,94%	29,0%	(17,6%)
31.05.2017							3,6%	-1,4%	(3,3%)
ETF-Kosten	0,66%	0,51%	0,36%	-	-	-	-	-	0,45%

5. Systematische Portfolioveränderungen im Zeitverlauf

5.1. Muster- und Anlegerportfolios: Vorbemerkungen

Die folgenden Regeln beziehen sich auf das Vorgehen für sogenannte „Neuanlage-Portfolios" (= Musterportfolios).

Es gibt keine automatischen Veränderungen von Bestandsportfolios (= Anlegerportfolios) durch Diversifikator, denn Diversifikator hat normalerweise keinerlei Informationen über die Depots von

Anlegern. Aus diesem Grund und aufgrund von regulatorischen Einschränkungen werden auch keine konkreten Handlungsempfehlungen für Bestandsanlagen abgegeben. Für gute konkrete Handlungsempfehlungen sind Informationen über das im Portfolio angelegte Volumen, individuelle Anlagestrategien (z.B. Sparpläne) und die Handels- bzw. Umsetzungskosten im jeweiligen Depot erforderlich. Diese können teilweise erheblich voneinander abweichen.

Bestandsanleger erhalten aber bei Interesse die Änderungsinformationen für Modell- bzw. Musterportfolios (Neuanlageportfolios), wenn Sie sich für die entsprechenden News angemeldet haben.[200]

Diversifikator bemüht sich, auch für Muster- bzw. Neuanlageportfolios die Handelstransaktionen gering zu halten.

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

5.2. 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,

[200] Aktuell steht nur eine generelle Newsfunktion zur Verfügung, d.h. alle Newsabonnenten erhalten „News" zu allen Portfolios.

wieder auf die ursprüngliche Zielallokation gebracht wird. Davon unterscheiden kann man 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 bzw. sogenannte Execution-Only 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 deshalb 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[201]. Rebalanzierungen dienen deshalb oft der Risikosenkung.

Es gibt weitere Gründe für systematische Portfolioänderungen, die technisch keine Rebalanzierungen auf das Ausgangsgewicht sind. So können sich die Anlegerpräferenzen ändern[202]. 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 allgemeinen Diversifikator-Empfehlungen folgt, muss dabei allerdings in diesem Fall „nur" die Cash-Quoten angepasst werden, aber nicht die grundsätzlichen Allokationen innerhalb der renditeorientierten Portfolios.

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.

---

[201] 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

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

5.3. Unterschiedliche Rebalanzierungsmethoden im Vergleich

Unsere eigenen Analysen von 2008 bis 20015 zeigen, dass es kaum Renditeunterschiede zwischen jährlichen und häufigeren Rebalanzierungen gibt, aber dass in dieser Periode alle Rebalanzierungen vor Kosten besser als Buy and Hold (keine Rebalanzierungen) gewesen wären[203].

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?

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].

5.4. Warum das Weltmarktportfolio nicht unbedingt rebalanziert werden muss

Wir nehmen an, dass die Weltmarktportfolios von Diversifikator den Weltkapitalstock gut abbilden. Zudem nehmen wir an, dass es insgesamt auch künftig über mehrere Jahre hinweg typischerweise nur relativ geringe jährliche Verschiebungen bei den Marktkapitalisierungen der einzelnen Anlageklassen geben wird[205]. 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

---

[203] Unterschiedliche Rebalanzierungen können bei www.portfoliovisualizer.com unter Backtest Portfolio und Backtest Asset Allocation selbst getestet werden. Dabei weerden allerdings Umsetzungskosten vernachlässigt.

[204] Vanguard 2015, S. 3: Taxes, direct transaction costs, time and labor (opportunity) costs, trading restrictions

[205] 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. Abweichungen können auch aus Defintions- oder Methodenänderungen und Fehlern resultieren (siehe z.B. die Agrarallokation bei Vacchino/Schuller 2015 versus Gadzinski/Schuller/Vacchino 2016; Änderungsgrund unklar)

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".[206]

Bei diesen Annahmen kann gut argumentiert werden, dass Rebalanzierungen [207] für das Weltmarktportfolio nicht nötig sind, weil das investierte Portfolio sich durch aktuelle Markt- bzw. Performanceentwicklungen genauso entwickeln sollte wie das theoretische Weltmarktportfolio. Dabei wird allerdings nicht berücksichtigt, dass viele Großanleger regelmäßig auf ihre strategischen Allokationen rebalanzieren, so dass eine reine Performancefortschreibung einer „alten" Weltmarktallokationsstudie über mehrere Jahre zu „falschen" Allokationen führen kann. Deshalb 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.

Konzeptionell sollte ein Verzicht auf Rebalanzierungen dazu führen, dass Anlageklassen mit höheren Renditen langfristig höhere Portfolioanteile erhalten und damit das Portfolio tatsächlich riskanter wird, wenn man annimmt, dass höhere Renditen mit höheren Risiken einhergehen. Deshalb sollten Rebalanzierungen genutzt werden, um Portfoliorisiken zu reduzieren.

Statistisch zeigt sich, dass häufigere Rebalanzierungen nicht unbedingt bessere Renditen oder geringere Risiken für Portfolios mit sich bringen[208]. 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[209].

---

[206] s. Vanguard 2015, S. 4

[207] der Begriff wird im Folgenden auch für andere systematische Allokationsanpassungen verwendet

[208] 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".

[209] 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).

5.5. Regelmäßige systematische Überprüfungen aber nicht unbedingt Rebalanzierungen

Wir haben uns für eine jährliche Überprüfung der Portfolios entschieden. 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 halten wir aber für nicht realistisch. 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.

5.6. Vorgehen bei der regelmäßigen jährlichen Portfolioüberprüfung der Musterportfolios

Einmal pro Jahr werden alle Portfolios systematisch überprüft. Dabei werden folgende Schritte durchgeführt:

1) Zuerst wird überprüft, ob es sinnvoll ist, die Asset-Allokation, vor allem bei neuen Studien zur Weltmarktallokation, bzw. die Regeln für signalgesteuerte Portfolios zu ändern

2) Zusätzlich wird überprüft, ob es z.B. aus steuerlicher Sicht interessante Portfolioänderungsideen geben kann

3) Im nächsten Schritt wird überprüft, ob es sinnvoll ist, die ETF-Selektionsregeln oder die Einzeltitelselektionskriterien zu ändern.

4) Anschließend werden die jeweiligen Selektionsregeln auf die jeweiligen Universen angewendet.

   Zum Jahresende werden die Musterportfolios entsprechend angepasst und die Änderungen an die Newsempfänger kommuniziert.

5) Änderungen werden auf www.diversifikator.com im „Archiv“ und im Diversifikatorbuch dokumentiert.

Es ist geplant, die Überprüfung jährlich zu Jahresende durchzuführen[210].

5.7. 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. So ist im Oktober 2016 „The Global Capital Stock: A Proxy for the Unobservable Global Market Portfolio" von Gregory Gadzinski, Markus Schuller und Andrea Vacchino erschienen und Ende 2019 eine aktualisierte Version mit Daten bis Ende 2016.

Beide Quellen haben Stärken und Schwächen und werden von uns deshalb nicht eins zu eins übernommen, sondern gemeinsam mit Erkenntnissen aus weiteren Quellen zu einem ETF-Portfolio zusammengestellt. [211]

Die Studie Gadzinski/Schuller/Vacchino zeigt weitgehend stabile Allokationen zu einzelnen Assetklassen für die analysierte Periode von 2005 bis 2015. Verschiebungen gab es in der Zeit vor allem von Immobilien zu Anleihen.

Allerdings sind die Zahlen vor allem bei „Land" erheblich anders als bei der Vorabveröffentlichung der Daten [212] . Als Konsequenz für uns ergibt sich ein Abbau unserer Allokation zum Agraraktiensektor von 5% auf 0%. Begründung: Bei Vacchino/Schuller lag der Agraranteil noch bei 16%, bei Gadzinski/Schuller/Vacchino liegt er dagegen in keinem Jahr über 2%. 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 deshalb bei uns auf weltweite Aktien aufgeteilt, womit wir unsere Allokation der von Doeswijk/Lam/Swinkels annähern.

---

[210] Stichtag für Analysen ist dann der 30.10. oder 30.11. eines Jahres

[211] 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.

[212] Vacchino/Schuller 2015

Die aktualisierte Untersuchung von Doeswijk/Lam/Swinkels wurde nach dem Jahresende 2016 publiziert und deshalb erst für mögliche Portfolioänderungen in der jährlichen Überprüfung zu Ende 2017 berücksichtigt. Unsere aktuellen Allokationen finden sich im Kapitel 2.1.15.

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%
Rohstoffe/Agrar-/Forst-Land	1%	16%	2%	10%	5%
Infrastruktur	0%	0%	0%	5%	5%
Aktien (inkl. PE)	39%	38%	35%	30%	35%
	100%	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**

5.8. 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).

Nach der Umstellung der Trendfolge Ende 2020 werden Portfolios bei Verkaufssignalen jeweils komplett in „Cash" umgeschichtet. Bei Kaufsignalen wird wie bei der Allokation des Parallelportfolios ohne Trendfolgesignale investiert, d.h. z.B. das ESG ETF-Portfolio ex Bonds Trend wie das ESG ETF-Portfolio ex Bonds. Achtung: Die Umsetzungskosten für solche Trendfolgeportfolios können sehr hoch sein.

5.9. Regelmäßige unterjährige Anpassungen der ETF-Musterportfolios

Verschmelzungen von Aktien oder ETFs werden sofort im Musterportfolio umgesetzt, nicht jedoch in Indizes[213]. 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".[214]

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.

5.10. 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

[213] Bis auf die Top 200/400 Indizes, bei denen einzelne Ausfälle kaum Auswirkungenhaben sollten, haben Indizes, anders als Portfolios, keine feste (Ziel-)Anzahl von Bestandteilen.
[214] Es sollte immer passende Aktien geben, deshalb sind hier nur ETFs erwähnt

Verschiebungen im Depot eines Bestandsanlegers nachzuvollziehen bringt zwar sicher Umschichtungskosten mit sich, aber nicht unbedingt eine viel bessere Abbildung des echten Weltkapitalstocks.

In Bestandsportfolios aber auch in ETF-Musterportfolios 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.[215]

Anlegern/Beratern/Verwaltern steht es frei, Rebalanzierungen vorzunehmen[216].

5.11. Weiterführende 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 (siehe „Archiv" auf www.diversifikator.com).

[215] 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"

[216] 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

#	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	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

Zu jedem Zeitpunkt gibt es nur immer genau eine Musterportfolio-Version einer jeden Diversifikatorstrategie. Das Musterportfolio ist für alle gleich. Für das aktuelle Datum ist es immer das Portfolio auf der Webseite. Es beinhaltet alle Änderungen (jährlich und unterjährig), die von 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 Aktien oder ETFs erfolgen automatische Portfolioänderungen in allen Depots. Neuanlagen von Ausschüttungen oder Liquidationserlösungen erfolgen jedoch entweder manuell durch den Anleger oder seinen Berater bzw. automatisiert – jedoch mit typischerweise abweichenden Regeln – durch Vermögensverwalter.

Empfohlene Änderungen werden von Diversifikator als „strategisch" oder „technisch" klassifiziert.[217] Großanleger können typischerweise alle Änderungen effizient umsetzen, Klein- bzw. Sparplananleger sollten aus Kostengründen dagegen nur wichtige Änderungen umsetzen.

6. Diversifikators Nachhaltigkeitspolitik

6.1. Ausgangslage

Dieses Dokument wurde auf Basis des Policy for Responsible Investment Scoring Modells der DVFA (PRISC) entwickelt. Die hier genutzten Begriffe entsprechen der Klassifikation der DVFA Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management (siehe hier). Künftige regulatorische

[217] Darüber hinaus gibt es die Begriffe „diversifizierend" und „optimierend", wie in der Tabelle dargestellt

Entwicklungen, wie sie sich z.B. aus der sogenannten EU Taxonomie ergeben, werden nach deren Verabschiedungen berücksichtigt.

6.2. Überblick über das DVFA Verantwortlichkeitsmessungstool

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

1) Ausschlüsse (“Schlechtes” vermeiden, Exclusions bzw. Negativscreening)
2) Impact-/SDG-Score (“Gute” Investments bzw. Positivscreening)
3) ESG-Score Definition (Aggregierter versus differenzierter ESG-Score)
4) ESG-Score Anwendung (Best-in-Universe versus Best-in-Class)
5) ESG-Score Cut-off (ESG Mindestanforderungen)

6) ESG-Score Messungshäufigkeit (Incidents)
7) Stimmrechtsausübung (Voting)
8) Aktive Einflußnahmeversuche (Engagement)

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

Diversifikator nutzt nur die Kategorien 1) bis 5). Stimmrechtsausübungen und Aktionärsengagement werden als für die meisten Anleger nicht effizient angesehen. Auch „Incidents" bzw. unterjährige Veränderungen von ESG-Scores werden nicht berücksichtigt (Begründungen siehe http://prof-soehnholz.com/esg-kritik-ueber-20-falschaussagen/).

Bei dem Tool wird davon ausgegangen, dass Geldanlageportfolios normalerweise nicht auf alle Kategorien ausgerichtet sind. Deshalb hat die DVFA einen Adjustierungsfaktor eingeführt, der standardmäßig davon ausgeht, dass Fonds nur 4 von 8 Kategorien nutzen bzw. erfüllen. Dieser Adjustierungsfaktor beträgt in der Standardeinstellung 8/4. Diversifikator nutzt diese Adjustierung nicht.

6.3. Basis für die Bestimmung von verantwortungsvoller Geldanlagepolitik

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

6.4. Ausschlüsse: Mehr sind besser

Bei der Kategorie „Ausschlüsse" gehen wir davon aus, dass mehr Ausschlüsse „verantwortlichere" Investments ermöglichen.

Dabei ist zu entscheiden, wie ein Ausschluss definiert wird. In SRI-ETFs (Socially Responsible Investment Exchange Traded Fonds) beispielsweise bzw. in den ihnen zugrunde liegenden Indizes findet man oft den Hinweis, dass bestimmte Umsatzanteile auch für „ausgeschlossene" Segmente zulässig sind. Wir gehen davon aus, dass ein Ausschluss eindeutig sein sollte. Wenn Tabak ausgeschlossen ist, sollten z.B. auch keine 5% Umsatzanteil mit der Produktion von Tabak erlaubt sein.

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

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

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

6.5. Impact bzw. Positivauswahl: Nettobetrachtung

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

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

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

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

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

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

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

Die Kernbegriffe: Impact und Additionalität

Bei dem sogenannten Impact Investing geht es typischerweise darum, mit der Geldanlage etwas Positives zu bewirken. So kann mit einer Projektfinanzierung ein neues Krankenhaus, eine Schule, eine erneuerbare Energieversorgung oder etwas Ähnliches unterstützt werden.

Anders als bei Spenden wird dabei erwartet, dass man das investierte Geld zurückbekommt. Zusätzlich sollen positive Renditen erreicht werden. Die Renditeerwartungen liegen aber oft unter denen traditioneller Kapitalanlagen.

Meist wird zudem erwartet, dass der zusätzliche Nutzen der Geldanlage quantifiziert wird. Man möchte eine sogenannte Additionalität oder soziale bzw. ökologische Zusatzrendite erreichen. Die Messung solcher nicht-monetärer Renditen in zusätzlichen Krankenhausbetten, Ärzten, Schulkindern, Solaranlagenkapazität etc. ist relativ einfach.

Dieses Konzept wird hier als Absolute Impact Investing[218] bezeichnet.

Absolute Impact Investing und offene Fonds

Absolute Impact Investing erfolgt in der Regel direkt in Form von illiquiden Projektfinanzierungen oder indirekt über illiquide geschlossene Fonds. Solche Absolute Impact Investments sind zudem typischerweise kaum diversifiziert. Allerdings erwarten Anleger durchaus attraktive Renditen für diese Investments.

Seit einigen Jahren gibt es aber auch etwas liquidere und diversifiziertere Investmentstrukturen wie Mikrofinanzfonds. Für solche Investments sind die Renditeerwartungen aber relativ niedrig.

Seit Kurzem kommen immer mehr offene Investmentfonds an den Markt, die Impact im Namen führen oder SDG. SDG steht für die 17 nachhaltigen Entwicklungsziele (Sustainable Development Goals) der Vereinten Nationen. Diese Fonds streben typischerweise ähnliche Renditen bei

[218] Zu Impactinvestments generell vgl. Wendt, Karen (2017), Positive Impact Investing. Available at SSRN: https://ssrn.com/abstract=2967238

vergleichbaren Risiken wie traditionelle Investments an, Außerdem sind sie liquide. So kann also etwas Positives im Sinne der SDG ohne Nachteile für Geldanleger erreicht werden. Das hört sich sehr gut an. Aber bei "Too good to be true" Ansätzen sollte man erst einmal skeptisch sein.

Einige Nachhaltigkeitsexperten sind kritisch bezüglich solcher Fonds. Ihre Hauptkritik ist oft, dass die Fonds vor allem in börsennotierte Aktien und Anleihen investieren. Damit würden die Fonds aber nur anderen Anlegern ihre Aktien oder Anleihen abkaufen. Das würde zu keinen zusätzlichen sozialen oder ökologischen Vorteilen führen, also zu keiner Additionalität.

Diese Kritik ist grundsätzlich berechtigt. Die Anbieter solcher Fonds weisen aber ebenfalls zu Recht darauf hin, dass eine zunehmende Nachfrage nach sogenannten Impactaktien oder Impactanleihen den dahinterstehenden Unternehmen künftige Finanzierungen erleichtern. Höhere Aktienkurse können die Beschaffung zusätzlichen Eigenkapitals ermöglichen und vergünstigen. Zusätzliche Kreditnachfrage kann das verfügbare Kreditvolumen erhöhen und Kreditkosten senken. Solche Effekte sind jedoch kaum direkt messbar bzw. den Impactanlegern nicht direkt zuzuordnen.

Traditionelle Kritiker weisen auf das relativ stark eingeschränkte Investmentuniversum solcher Fonds hin. Ihre Hauptkritik ist typischerweise, dass solche Fonds keine attraktiven Renditen erzielen könnten oder sie zu hohe (Konzentrations-)Risiken eingehen würden. Dazu kenne ich keine aussagekräftigen Statistiken. Meine eigene Erfahrung mit solchen Investments ist seit dem Start des SDGESG Aktienindizes in 2017 aber sehr positiv.

Beides sind also keine ausreichenden Gründe, um liquide Impactinvestments in Aktien oder Anleihen grundsätzlich abzulehnen.

Relative Impact Investing

Ich halte liquide Impactinvestments sogar für besonders attraktiv. So wollen viele Anleger gerne einen Großteil ihrer Vermögen liquide anlegen. Warum sollten sie ihr Geld in Aktien von Rüstungsunternehmen, Produzenten fossiler Energien, Softdrinkherstellern, Datenkraken oder ähnlichen Unternehmen anlegen?

Stattdessen können sie in Aktien von Gesundheitsunternehmen, Produzenten erneuerbarer Energien etc. investieren. Damit produzieren sie zwar keinen einfach direkt messbaren absolut positiven Impact, aber sie haben einen positiven relativen Impact im Vergleich zu traditionellen Aktien- und Anleiheinvestments.

Branchenorientierter Relative Impact Ansatz

Allerdings ist es schwer, börsennotierte Unternehmen zu finden, die positiven Impact in Bezug auf die SDG der Vereinten Nationen haben können. Idealerweise möchten Anleger Aktien im Portfolio haben, die einen 100% positiven Impact haben. Es gibt bisher aber erst wenige Unternehmen, die

ihren Umsatz oder ihre Kapitalinvestitionen (CapEx) mit positiven SDG Impact und zudem diejenigen mit einem negativen oder neutralen SDG Impact veröffentlichen. Nur wenn man diese Zahlen hat, kann man einen Netto-SDG Effekt kalkulieren. Und nur der Nettoeffekt ist entscheidend für eine Klassifikation als Impact oder SDG Investment.

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

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

Außerdem werden nur Unternehmen in ein solches Portfolio aufgenommen, die auch die Mindestanforderungen in Bezug auf Umwelt-, Sozial- und Governancekriterien erfüllen[219].

Relative Impact ist nur schwer messbar

Die Impactmessung ist aber aus mehreren Gründen schwierig. Positiv ist, dass es pro Aktie über 50 Datenfelder gibt, die irgendwie einzelnen der 17 SDG Ziele zugeordnet werden können. Dazu gehören Antworten auf Fragen wie „Does the company have a policy to avoid the use of child labor?". Ein Ja oder Nein darauf hilft aber nicht viel weiter. Denn wenn man komplett nur in Deutschland produziert, braucht man eine solche Politik wohl nicht. Und wenn man eine solche Politik hat, heißt das noch lange nicht, dass sie gut ist und auch eingehalten wird.

Andere Datenfelder sind besser auswertbar, zum Beispiel „Total community lending, financing and investments which are not considered donations". Dafür gibt es aber für viele Unternehmen keine verlässlichen Daten. Andere Datenfelder bzw. Kennzahlen sind geeignet für die Impactmessung und meist auch gefüllt. Das sind zum Beispiel Emissions, Resource Use, Diversity, Inclusion und People Development Scores.

Selektions- versus Messkriterien

Allerdings sind diese Scores Unterbestandteile der Umwelt- und Sozialratings, die bereits für die Vorselektion der Wertpapiere für die Impactindizes und -portfolios genutzt werden. Die Subscores könnten höher gewichtet werden als im Standard, aber wie? Denn Höhergewichtungen dieser Subscores führen zu geringeren Gewichtungen anderer Subscores, die ebenfalls wichtig sind. Die

[219] Vgl. Abschnitt zu den ESG Mindestanforderungen bzw. Aktienselektionskriterien

spezifischen Subscores für Diversität etc. helfen also nicht viel weiter und werden deshalb nicht für die Wertpapierselektion genutzt.

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

Kritik an sogenannten ESG und Impact Progress und Momentum Ansätzen

Die Fortschritte von Portfoliounternehmen in Bezug auf E, S, G und/oder die oben genannten Subscores wie Diversität kann man durchaus messen. Es ist aber gut möglich, dass die Fortschritte der von Diversifikator selektierten Titel relativ gering ausfallen. Grund dafür sind die hohen Mindestanforderungen bei der Selektion.

Die Messung der Veränderungen macht außerdem nur dann wirklich Sinn, wenn man daraus Handlungen ableiten möchte. So ist es naheliegend ein Investment zu präferieren, welches einen möglichst großen Fortschritt zum Beispiel in Bezug auf Ressourcennutzung ermöglicht.

Firmen, die bisher sehr wenig in diesem Bereich unternommen haben, können mit einem relativ geringen Investment wahrscheinlich relativ schnell nennenswerte Verbesserungen erreichen. Andererseits müssen Unternehmen, die ihre Ressourcennutzung bereits in der Vergangenheit stark verbessert haben, wahrscheinlich relativ viel investieren, um weitere kleine Verbesserungen zu erreichen.

Sollten Anleger, die viel Impactverbesserung erreichen wollen, deshalb in „schlechte" Unternehmen investieren. Sollten sie dafür sogar Geld aus „guten" Unternehmen abziehen? Diversifikator verfolgt explizit einen anderen Ansatz. Danach sollten Anleger ihr Geld lieber in besonders gute Unternehmen anlegen und nicht in solche, die bisher wenig Soziales oder Ökologisches getan haben. Wenn „schlechte" Unternehmen das mitbekommen, sollten sie von alleine genug Anreize haben, um besser zu werden.

Relative Impact Messung kann nicht schaden

Auch als Anleger in schon besonders gute Unternehmen kann man die Veränderung von Ratings messen. Die Frage ist, welche Konsequenzen Verschlechterungen haben.

Wie bei ESG- und E-, S- und G-Ratings ist es unwahrscheinlich, dass sich Diversitäts-, Inklusions- etc. Ratings kurzfristig stark ändern. Da solche Ratings naturgemäß zudem unpräzise sind, müssen

Anleger bei relativ geringen Verschlechterungen nicht unbedingt mit Verkäufen bzw. Divestments reagieren. Bei erheblichen negativen Änderungen kann man die entsprechende Aktie bzw. Anleihe aber aus dem Portfolio nehmen und durch ein besser geratetes Wertpapier ersetzen. Aber wie wird eine starke Veränderung definiert wird und wie oft soll gehandelt werden?

Bei den ESG (Impact) Modellportfolios erfolgen die Überprüfungen und Änderungen typischerweise nur einmal pro Jahr. Dabei ist die Portfolioumschichtung durch Ratingänderungen umso größer, je mehr Ratings geprüft werden. Wenn man Mindestanforderungen an zusätzliche Kriterien wie People Development hätte, würde sich der Turnover im Portfolio erhöhen.

Relative Impact und Absolute Impact miteinander kombinieren

Das nach diesen Regeln zusammengestellt Impact ESG Index von Diversifikator hat sich seit der Auflage 2017 sehr gut entwickelt. Er hat einen relativ positiven Impact im Vergleich zu traditionellen und auch im Vergleich zu anderen ESG Portfolios. Der absolute Impact ist aber nicht verlässlich messbar.

Absolute Impact Anleger, die Wert auf die Messbarkeit von Impact legen, müssen Abschläge bei den Renditeerwartungen machen (Beispiel Mikrofinanzfonds) oder höhere Liquiditätits- und Konzentrationsrisiken eingehen (Beispiel Projektfinanzierungen) als Relative Impact Anleger. Man kann die Ansätze aber auch miteinander kombinieren.

6.7. ESG-Score Definition: Granularer ist besser

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

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

ESG-Indizes arbeiten meist mit aggregierten ESG-Scores. Eine gute Unternehmensführung kann so einen schlechten Umweltscore ausgleichen. Wir meinen, dass eine separate Bewertung der Kriterien zur Bildung verantwortungsvollerer Portfolios beitragen kann. D.h. ein Portfolio, das einen ESG-Mindestscore von 50% nutzt, ist in der Regel weniger „verantwortungsvoll" als ein Portfolio, das für

E, S und G jeweils einen Mindestscore von 50% verlangt, bevor ein Wertpapier ins Portfolio aufgenommen werden darf.

Wenn ein aggregierter ESG-Score genutzt wird, kann man folgende Überschlagsrechnung machen: Anzahl der vom ESG-Datenanbieter gerateten Unternehmen z.B. 6.000. Wenn die Top 50% Aktien nach ESG-Rating zugelassen werden, sind 3.000 Aktien zulässige Investments.

Bei separater Messung reduziert sich das Universum unter Umständen sehr viel stärker, denn es gibt viel weniger als 3.000 Unternehmen, die beim E, S und G Score gleichzeitig zu den 50% besten Unternehmen gehören.

Ein ESG-Score kann sich aus über 100 Einzelscores zusammensetzen. Mindestscorers für alle Kriterien einzeln vorauszusetzen ist deshalb wenig praktikabel, deshalb nutzen wir diese nur für E, S und G.

Wir nutzen die E, S und G-Ratings eines Anbieters, welche die im Klassifikationsdokument der DVFA genannten Mindestanforderungen erfüllen.

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

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

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

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

6.9. Mindestanforderungen an ESG-Scores

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

6.10. ESG-Messfrequenz: Häufiger ist nicht unbedingt besser

Mit der Häufigkeitsdimension wird abgefragt, wie oft „verantwortlichkeitsrelevante" Daten aktualisiert werden. Unsere und viele andere ESG-Ratingagenturen machen das grundsätzlich einmal pro Jahr.

Mit automatisierten Textanalysen und maschinellem Lernen ist es technisch möglich, sogenannte ESG-relevante Incidents (Ereignisse) sehr zeitnah in Erfahrung zu bringen. Änderungen im Portfolio könnten sofort erfolgen und es muss nicht abgewartet werden, bis die jährlichen Updates der ESG-Ratings vorliegen. Allerdings muss man sich dabei normalerweise aufgrund der Vielzahl der Daten auf maschinelle und nicht durch Analysten überprüfte Daten verlassen. Außerdem ändern sich jährliche ESG-Ratings typischerweise nicht sehr stark von Jahr zu Jahr.

Bei häufigen Änderungen sind zudem die (Handels-)Kosten für die Umsetzung im Portfolio zu berücksichtigen.

Deshalb reichen uns jährliche ESG-Scores und wir nutzen die Messfrequenz-Kategorie nicht zur Beurteilung von Portfolios.

6.11. Stimmrechtsausübung (Voting) und Engagement sind positiv, aber ineffizient

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

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

Außerdem sollte sich (nicht-)nachhaltiges Unternehmensverhalten auf die ESG-Ratings von Unternehmen auswirken.

Wir nutzen die Voting-Kategorie deshalb nicht zur Nachhaltigkeitsbeurteilung von Portfolios, sondern plädieren für einen Nichtkauf bzw. Verkauf (Divestment) von Titeln mit unerwünschtem Verhalten. Wir gehen davon aus, dass nicht-nachhaltiges Verhalten der Unternehmen in unseren Portfolios aufgrund der vielen genutzten Ausschlüssen und der strengen ESG-Anforderungen selten vorkommen.

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

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

Die für Voting gemachten Einschränkungen gelten aber auch für Engagement, weshalb wir dieses Instrument bzw. diese Beurteilungskategorie ebenfalls nicht für unsere Portfolios nutzen.

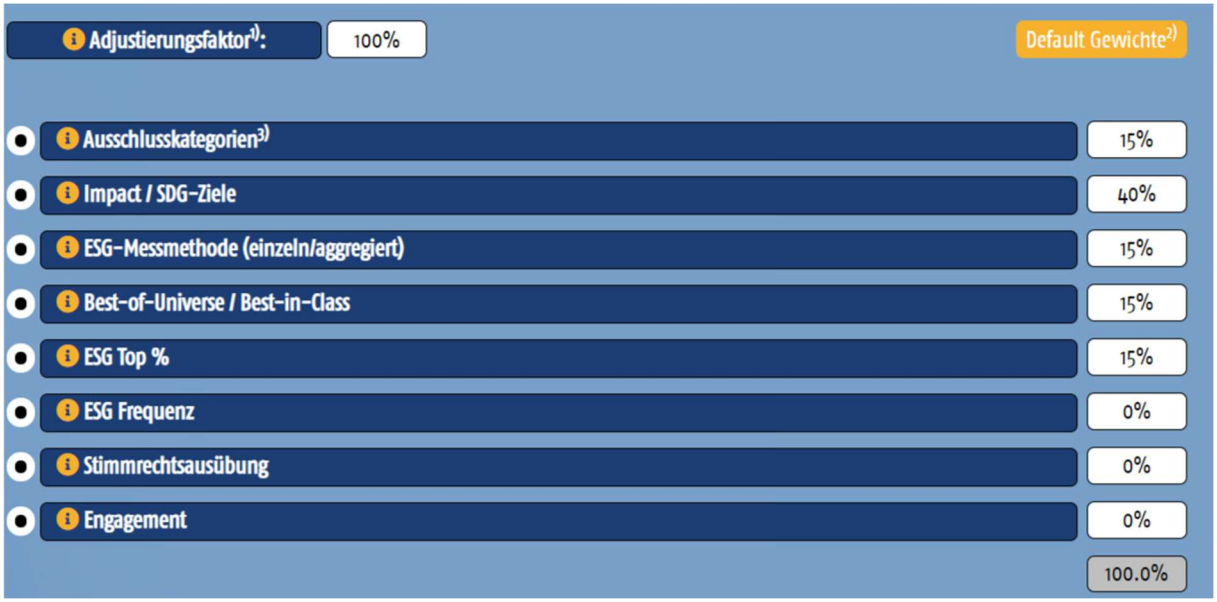
Anleger mit überwiegend relativ geringen Anlagevolumina wie unsere Kunden, die nicht so breit diversifizieren müssen, können sich auf die verantwortlichsten Unternehmen konzentrieren.

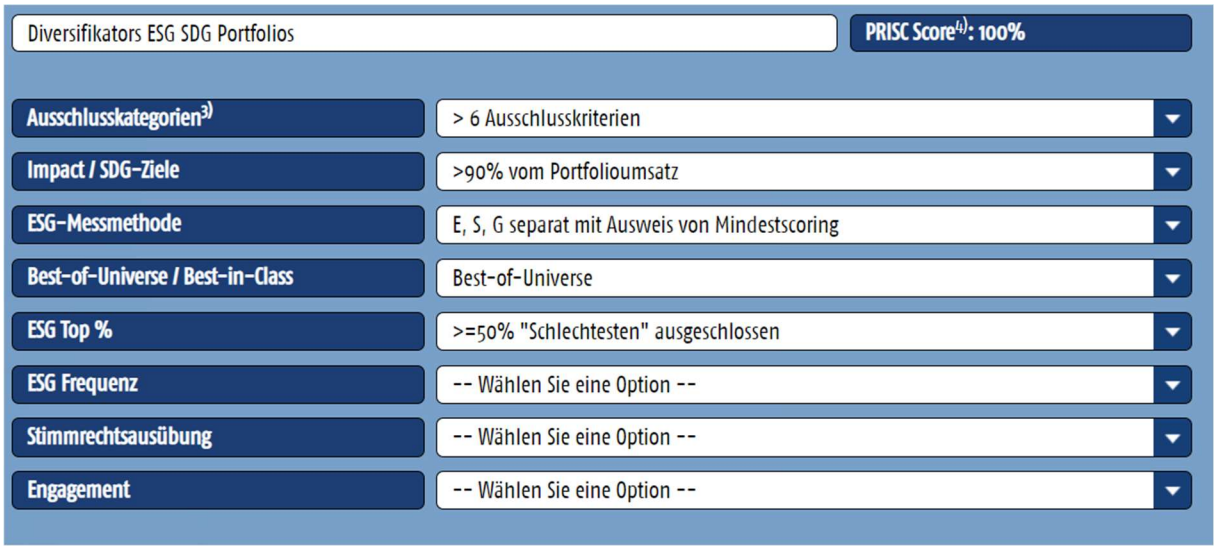
6.12. Kalibrierung

Die DVFA Sustainable Investment Kommission hat ihr Standardschema mit 8 gleichgewichteten Kategorien auf einige große „nachhaltige“ institutionelle Fonds und ETFs angewendet. Dabei kam ohne Adjustierung kaum ein „verantwortungsvoller“ Fonds über 50% der Gesamtpunktzahl hinaus. Deshalb wird ein Adjustierungsfaktor von 200% als genutzt. Das heißt, dass ein Portfolio, welches 40% erreichen würde, auf 80% Score kalibriert wird. Die DVFA will die Kalibrierung regelmäßig überprüfen und an die Marktgegebenheiten anpassen.

Obwohl wir nur fünf der acht Kategorien nutzen, erreichen viele der uns bekannten sogenannten „nachhaltigen“ Fonds ohne Kalibrierung trotzdem nur unter 50% des möglichen Scores. Wir nutzen diese Kalibrierung ab 2021 nicht mehr, da unsere Portfolios sonst t.w. einen Score von über 100% erreichen würden, was schwer zu erklären ist.

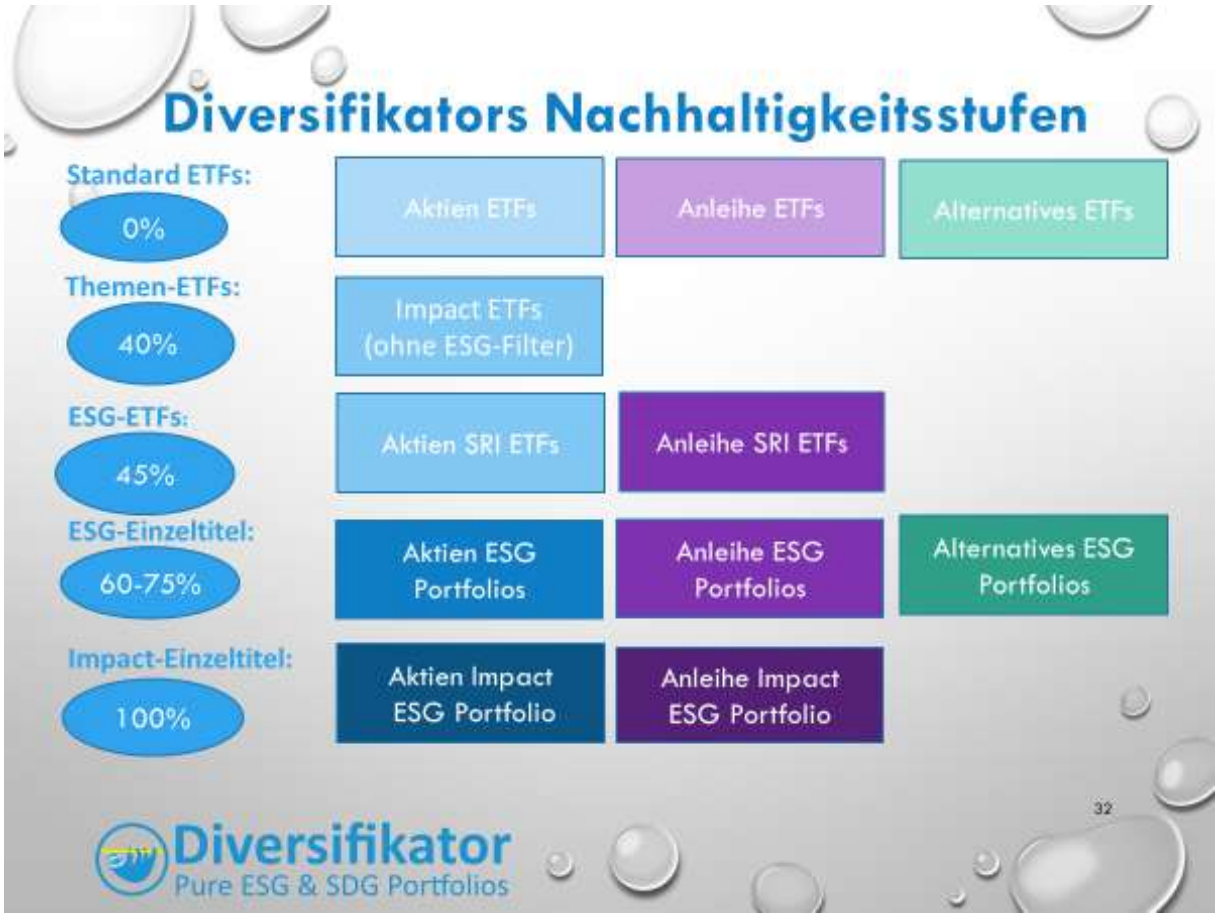
Ein Anwendungsbeispiel für PRISC in Bezug auf Diversifikators Portfolios findet man hier: https://prof-soehnholz.com/prisc-policy-for-responsible-investment-scoring-die-taxonomiealternative-von-der-dvfa/. Die folgenden Grafiken zeigen unsere Nutzung bzw. Einstellung des DVFA Scores ab 2021[220]:





Auf dieser Basis ergeben sich die folgenden Nachhaltigkeitsstufen für Portfolios von Diversifikator:

[220] Zur Begründung vgl. auch Söhnholz 2020


Diversifikators Nachhaltigkeitsstufen
Standard ETFs:
0%
Aktien ETFs
Anleihe ETFs
Alternatives ETFs
Themen-ETFs:
40%
Impact ETFs (ohne ESG-Filter)
ESG-ETFs:
45%
Aktien SRI ETFs
Anleihe SRI ETFs
ESG-Einzeltitel:
60-75%
Aktien ESG Portfolios
Anleihe ESG Portfolios
Alternatives ESG Portfolios
Impact-Einzeltitel:
100%
Aktien Impact ESG Portfolio
Anleihe Impact ESG Portfolio
32
Diversifikator
Pure ESG & SDG Portfolios

7. Fragen und Antworten[221]

7.1. Renditen und Risikokennzahlen

7.1.1. 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 oder bilden selbst möglichst passive Portfolios aus einzelnen Aktien. Die Allokation auf Anlagesegmente und die Selektion von ETFs und Aktien sowie die Veränderungen im Zeitablauf folgen transparenten Regeln. Dabei ist keinerlei „Trading“ geplant, sondern jede Portfolioposition soll im Idealfall möglichst lange unverändert gehalten werden. Anders als bei anderen Portfolios ist auch die Startallokation zum Portfolio transparent aus klaren Regeln abgeleitet. Die Startallokation ist bei den Diversifikator ETF-Portfolios typischerweise vom Weltanlagekapitalstock abgeleitet, also den aggregierten Kapitalanlagen aller Investoren weltweit. Das ist unserer Ansicht nach die passivste Kapitalanlagemöglichkeit, weil sie mit den wenigsten und nur nicht-willkürlichen Regeln auskommt. 50/50 Aktien/Anleihen Portfolios sind auch sehr passiv, aber die 50/50 Allokation ist willkürlich festgelegt. Außerdem muss eine starre Allokation wie 50/50 regelmäßig auf ihre Ursprungsallokation zurückgeführt werden, weil sich einzelne Anlagen im Zeitablauf verändern. Im Weltmarktportfolio sind 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

[221] 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**.**

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) und ESG 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.

7.1.2. 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 deshalb nicht nur günstig und nachvollziehbar, sondern auch möglichst robust im Sinne von unabhängig von Modellen und Inputs sein. Außerdem: Unkritische Berater und Anleger hinterfragen nicht, kritische schon. Wir wünschen uns von Beratern und Anlegern Kritik an unseren Ansätzen, damit wird diese im Sinne der Anleger weiter verbessern können (kontinuierlicher Verbesserungsprozess).

7.1.3. 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 ETF-Portfolios sind aus dem Weltmarktportfolio abgeleitet. Das Weltmarktportfolio repräsentiert die Anlagen aller Kapitalanleger weltweit, die zu einem großen Teil wenig liquide sind. Unsere Weltmarktportfolios werden nur mit ETFs umgesetzt, die grundsätzlich liquide sind. Das

Weltmarktportfolio ist sehr robust: Wenn Anleger Geld von Aktien in Anleihen umschichten, verlieren Aktien und Anleihen gewinnen an Wert. Da sich beide Bestandteile in den Weltmarktportfolios befinden, haben Anleger ein relativ geringes Risiko. Da die Kapitalanlagen weltweit aus demografischen Gründen und mit höherem Wohlstand weiter steigen werden, sollten Weltmarktportfolios mittelfristig an Wert gewinnen. Zu guten Renditen wollen wir auch mit unseren geringen Kosten unter anderem durch den Fokus auf ETFs beitragen.

Statistisch: Bei Portfolios mit echtem Track Record, also solchen, die es schon länger gibt, kann man die Renditen und Risiken der Vergangenheit analysieren. Dabei geht man davon aus, dass die Vergangenheit Schlüsse auf die Zukunft zulässt. Das funktioniert nur dann, wenn die Anlagestrategie nicht verändert wurde und das Anlageumfeld in der Vergangenheit repräsentativ für die Zukunft ist. Unsere Portfolios sind neu, aber voll regelgebunden. Wir haben die Regeln auf die Vergangenheit angewendet und daraus Kennzahlen errechnet (siehe „Rückrechnungen"). Dabei war es uns wichtig, auch das Krisenjahr 2008 zu analysieren. Idealerweise betrachtet man auch Phasen ansteigender Zinsen. Solche Phasen liegen aber schon relativ lange zurück. Wenn man annimmt, dass unsere Rückrechnung ab 2008 repräsentativ ist, sieht man (unter „Rückrechnungen"), dass unsere Portfolios sehr attraktive Renditen bei verhältnismäßig geringen Risiken erbracht hätten (dazu siehe auch Abschnitt Faktoranalyse). In 2008 waren die Verluste allerdings hoch, auch wenn sie danach relativ schnell wieder aufgeholt werden konnten. Wir könnten leicht Portfolios zusammenstellen, die in der Rückrechnung bessere Kennzahlen für Renditen oder Risiken zeigen würden. Das können Interessenten sogar selbst machen (s. www.portfoliovisualizer.com). Da wir das nicht machen, sprechen wir von optimierungsfreien bzw. robusten Portfolios. Man könnte zusätzlich auch noch Szenarioanalysen oder Simulationen machen. Das sind Untersuchungen, bei denen analysiert wird, wie sich Portfolios in hypothetischen Situationen verhalten, die es so schon einmal gegeben hat oder die man sich neu ausgedacht hat. Basis für solche Analysen sind in der Regel Vergangenheitsdaten und Faktoranalysen. Da wir für unsere Portfolios meist keine allzu starken Faktorabhängigkeiten feststellen können (s. Faktoranalyse), bringen uns solche statistischen Analysen kaum neue Erkenntnisse.

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

Wir entwickeln Portfolios für Langfristanlagen. Deshalb ist die tagesaktuelle Performance unwichtig für uns. Wir sehen uns auch nicht im direkten Wettbewerb mit anderen Anlagen in Bezug auf Kurzfristperformance. Aber mittel- bis langfristig sollen die Nutzer unserer Musterportfolios attraktive Performances generieren. Und vergangene Performance, auch kurzfristige, ist für viele Anleger immer noch ein wichtiger Ankerpunkt bei der Auswahl der Kapitalanlage (Wir sind allerdings der Ansicht, dass vergangene Performance meist kein guter Indikator für künftige

Performance ist.). Wir weisen diese auch aus, weil Transparenz für uns sehr wichtig ist. Außerdem ist das die einzige Information auf unserer Webseite, neben den Berechnungsgrundlagen für die Portfolio-Downloads, die sich täglich ändert.

7.1.5. 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.

7.1.6. 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. Seit der offiziellen Gründung der Diversifikator GMBH Anfang März 2016 stehen diese auch ohne Zugriffsbeschränkungen online.

7.1.7. 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 das Weltmarktportfolios Basis kann eine Benchmark aus 60% Aktien (z.B. ein MSCI Welt All Countries EUR ETF) und 40% Anleihen (z.B. der iShares Global Government Bond UCITS ETF, der allerdings keine Unternehmensanleihen umfasst und den es erst seit 2009 gibt) genutzt werden oder 50/50 als Näherung.

7.1.8. 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 gemischte ESG-Fonds genutzt werden (siehe dazu auch die Fragen und Antworten unter „Investmentphilosophie" und die Informationen zum „most passive" Ansatz von Diversifikator). Die Aktienbasierten ESG Portfolios bzw. Indizes können als Benchmarks für die jeweiligen Aktienmärkte genutzt werden (siehe dazu auch Fragen/Antworten zu Allokationen).

7.2. Anlageprozess/Nutzungstipps

7.2.1. 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 hier genannt: B2B-Seite auf www.diversifikator.com. 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 deshalb 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%[222], also 1,19% p.a. des in vollständiger oder überwiegender Nachbildung des jeweiligen Musterportfolios angelegten Kapitals.

[222] 16% von Juli bis Dezember 2020

Anlageberater bzw. Vermögensverwalter 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 deshalb 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 von 1,19% abgezogen werden. In jedem Fall sind aber weiterhin mindestens 0,3% p.a. inklusive Umsatzsteuer[223] des in vollständiger oder überwiegender Nachbildung des jeweiligen Musterportfolios angelegten Kapitals an Diversifikator zu zahlen.

7.2.2. Wie kann man seine Risikotoleranz bzw. Verlusttragfähigkeit einschätzen?

Ermitteln Sie auf der Unterseite „Portfolioselektion“ oder mit www.behavioral-finance.de, wie viele Verluste oder Volatilität Sie aushalten können. Und nutzen Sie auch die Seite www.portfoliocharts.com, vor allem die Grafiken zu „Heatmaps“ und „Drawdowns“. Gehen Sie unter „Portfolios“ und sehen Sie sich die Grafiken z.B. von „Classic 60-40“ (das ist grob mit unseren Weltmarkportfolios Basis und S vergleichen, die auch etwa 60% Aktien und 40% Anleihen enthalten) und oder auch „Total Stock Market“ an, besonders die Grafiken „Real Returns by Investing Period“. Dort kann man abhängig vom Einstiegsjahr eines Portfolios sehen, ob die Folgejahre positive oder negative Renditen gebracht hätten. Die Grafiken zeigen für die Vergangenheit für die meisten Portfolios nur sehr wenige Verlustperioden an. Allerdings sind Kalenderjahresergebnisse und Vergangenheitsdaten oft keine guten Indikatoren für Zukunftsperformances. Für vergleichbare Analysen kann man z.B. auch www.portfoliovisualizer.com nutzen.

[223] 16% von Juli bis Dezember 2020

7.2.3. 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 http://prof-soehnholz.com/fuehrt-goal-based-investing-zu-niedrigeren-aktienanlagen-und-besseren-beratungsergebnissen/).

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

Manche Robo-Advisors werben damit, dass man seine Finanzanlagen mit ihrer Hilfe in sehr kurzer Zeit komplett umsetzen kann: Es werden wenige Fragen zur Risikoneigung beantwortet, man bekommt ein Portfolio vorgeschlagen und kann, nach Angabe individueller Daten und einer Online-Identifizierung, das Portfolio mit einem weiteren „Click“ bestellen bzw. Ordern. Das ist praktisch und meist kann man die Portfolios kurzfristig wieder verkaufen.

Andererseits geht es oft um viel Geld für die Anleger. Unserer Ansicht sollte man sich deshalb mehrere Stunden pro Jahr mit dem Thema Geldanlage beschäftigen. Das gilt besonders für die Fragen der Finanzplanung. Wie viel Geld man für wie lange anlegen kann bzw. sollte, ist nicht sehr einfach und schnell zu bestimmen. Die verhaltenswissenschaftliche Forschung zeigt, dass man sich auch mit der Bestimmung der Risikoneigung etwas Mühe geben sollte. Wenn man dann noch verstehen möchte, warum man welche Portfolios empfohlen bekommt und sich noch einen passenden Depotanbieter suchen muss, braucht man dafür Zeit. Aufgrund der Komplexität vor allem von guter Finanzplanung und z.B. auch steuerlichen Aspekten empfehlen wir, Berater hinzuzuziehen.

7.2.5. 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“).

7.3. Portfolio-/Indexauswahl

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

Eigentlich könnte das Weltmarktportfolio Basis genügen. Allerdings enthält es 19 ETFs und ist deshalb nur für etwas größere Anlagesummen günstig umzusetzen. Wir sind ein großer Anhänger „verantwortungsvoller“ (s. ESG) Anlagen. Wir haben deshalb 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. Deshalb 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. Die auf einzelnen Wertpapieren basierenden ESG Portfolios bzw. Indizes wurden entwickelt, um besonders strenge Ausschlüsse und ESG Anforderungen umzusetzen.

7.3.2. Warum fokussiert Diversifikator sich auf die Themen Weltmarktportfolio, Alternatives, ESG und SDG?

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 deshalb das passivste und ein ziemlich robustes Portfolio. Deshalb 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. Deshalb 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. 2017 kam das Thema

SDG bzw. Portfolios mit dem Fokus auf nachhaltige Entwicklungsziele der Vereinten Nationen hinzu.

7.3.3. Warum bietet Diversifikator auch ESG Indizes an?

Die ersten ESG Portfolios von Diversifikator sollten Marktlücken füllen. So ist Diversifikator unseres Wissens der erste Anbieter von öffentlichen ESG ETF-Portfolios und Infrastrukturaktien ESG Portfolios. Weitere Portfolios wie das Global Equities ESG Portfolio wurden auf Kundenwunsch entwickelt. So entstand auch Anfang 2017 die Top 200 ESG-Liste bzw. die daraus abgeleiteten investierbaren ESG Indizes, um möglichst viele interessante Anlagesegmente mit konsequenten ESG Investmentmöglichkeiten abzudecken. Die Top 200 Liste wurde auf Basis der ESG Kriterien von Diversifikator gebildet und Anfang 2020 auf 400 erweitert. Aus dieser Liste werden 16 Indizes gebildet. Die ESG Indizes von Diversifikator können sowohl für Investments als auch zum Benchmarking genutzt werden.

Zusätzlich ermöglichen wir Anlegern, individuelle ESG-Portfolios aus den Top 400 zu bilden. Z.B. können die Länder- und die Branchenselektion von Anlegern miteinander kombiniert werden, also z.B. nur Technologietitel aus den USA gewählt werden. Zusätzlich können einzelne Titel ausgeschlossen werden, die z.B. nicht den individuellen ESG-Anforderungen der Anleger entsprechen.

7.3.4. Was beinhaltet der SDG ESG Index?

Basis für Diversifikators SDG Index sind die 17 United Nations Sustainable Development Goals (SDG). Unseres Erachtens können von börsennotierten Unternehmen vor allem solche aus dem Gesundheitswesen und umweltorientierte Unternehmen einen positiven Impact haben. Zu letzteren gehören u.E. Erneuerbare Energien und relevante (elektrische) Infrastruktur, (monopolartige) öffentliche Transportangebote, v.a. Schienenverkehr (nicht jedoch private Fluggesellschaften), Forstwirtschaft, Wasserver- und –entsorger, Receyclingunternehmen, Telekommunikations- und IT-Infrastrukturanbieter und auf Wohnimmobilien fokussierte Unternehmen.

7.3.5. Wie unterscheiden sich die ESG-Portfolios von den ESG-Indizes?

Mit Ausnahme des Global Equities S Portfolios (5 Titel), haben Standard ESG-Portfolios mit 15 bis 30 Aktien eine Mindest- und eine Maximalanzahl von Komponenten. Indizes haben ab Ende 2020 mit 15 Titeln nur eine Mindest- aber keine Mamixalanzahl.

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

7.3.6. Welche ESG-Zusatzservices bietet Diversifikator an?

Für Geschäftspartner und institutionelle Anleger können individuelle Portfolios z.B. für andere Anlageuniversen entwickelt werden. Außerdem kann ein individuelles ESG-Reporting geliefert werden und auch (ESG-) Stimmrechtsausübungen sind möglich. Auch andere bzw. weitere ESG-Datenquellen können genutzt werden und Diversifikator bietet zudem ESG Beratung für Geschäftspartner an.

7.3.7. Bietet Diversifikator 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. Die Portfolios sind bei grundsätzlich allen Depotanbietern umsetzbar. Insgesamt bieten wir also umfangreiche Individualisierungsmöglichkeiten, insbesondere in Bezug auf ESG-Indizes.

7.3.8. Wie kann man die Portfolios von Diversifikator testen?

Zunächst kann man unsere Rückrechnungen prüfen. Wir stellen dafür sogar deren Tagesdaten kostenlos online. 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. Wir selbst messen unsere Portfolios an passiven Benchmarks. Interessanterweise schneiden durchschnittliche sogenannte aktive Fonds aber typischerweise erheblich schlechter ab als solche Benchmarks.

7.4. Portfolioklassifikation

7.4.1. 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 diese nicht beraten. Berater verlangen aber zu Recht Mindestanlagesummen, denn die Beratung muss sich ja auch für sie rechnen, schließlich haben sie nur eine begrenzte Stundenzahl zur Verfügung. Einige Honorarberater und auch Verbraucherzentralen beraten jedoch unabhängig von Mindestanlagevolumina. Auch einige Depotbanken haben Mindestanforderungen an die Umsetzung von Musterportfolios. Anleger sollten vorab in jedem Fall die Handelskosten der Umsetzung der Musterportfolios bei der jeweiligen Depotbank erfragen. So kann es sein, dass sich Sparpläne erst ab relativ hohen Sparraten rechnen. Bei Sparplänen ist zu beachten, dass es meist ratsam erscheint, pro Sparrate nur jeweils einen ETF zu kaufen. Dazu bietet sich der ETF an, der im Vergleich zum Musterportfolio im realen Anlegerdepot am stärksten unterrepräsentiert ist.

Auch wenn unsere Analysen zeigen, dass einmaliges Rebalancing pro Jahr sinnvoll erscheint, kann es für kleine Anlagesummen besser sein, gar kein Rebalancing vorzunehmen. Bei sogenannten Rebalancings muss der Anleger besonders darauf achten, dass die Handelskosten nicht zu hoch werden. Denn wenn wir empfehlen sollten, 10% der Anlage eines ETFs bzw. Anlagesegmentes umzuschichten, fallen darauf typischerweise mindestens EUR 5 Transaktionskosten an. Bei einer 200 EUR Umschichtung sind 5 EUR immer noch 2,5%. Wenn eine 200 EUR Umschichtung zehn Prozent entsprechen soll, muss dieser ETF bzw. dieses Segment schon mit 2.000 EUR dotiert sein. Bei 5 ETFs im Portfolio sollte das Portfolio also 10.000 EUR umfassen. Aber auch ohne die empfohlenen Rebalanzierungen umzusetzen, sollte man bestimmte Anlagesummen besser nicht unterschreiten, weil sonst zu hohe Kosten anfallen.

7.4.2. Wie kann man Mindestanlagen für die Portfolios herleiten?

Wir haben Mindestanlagesummen für unsere Portfolios berechnet. Ein Unterschreiten der angegebenen Mindestanlagebeträge kann nachteilig sein.

Da ETFs i.d.R. zu vollen Stückzahlen gekauft (und auch verkauft) werden müssen (wir geben unter „Portfolio-Details und –Downloads“ ebenfalls nur volle Stückzahlen an), kann ein hoher Kurs eines ETF bei kleinen Anlagesummen verhindern, dass die von uns empfohlenen Allokationen umgesetzt werden können.

Beispiel: Ein ETF auf europäische Aktien notiert bei 250 EUR. Der ETF soll laut Allokationsvorgabe der gewählten Strategie 10% des Portfolios ausmachen. Ein Anleger, der 1.000 EUR anlegen möchte, hat zwei Möglichkeiten. Entweder kauft er einen Anteil am ETF zu 250 EUR und damit würde dieser ETF 25% des Portfolios ausmachen (250 EUR von 1.000 EUR). Oder der Anleger verzichtet ganz auf die Anlage in diesen ETF, was ebenfalls eine deutliche Differenz zu den geplanten 10% darstellt.

Ein weiterer Nachteil des Unterschreitens von Mindestanlagebeträgen ergibt sich bei Umschichtungsempfehlungen, die üblicherweise zu Jahresende erfolgen. Wenn der oben genannte ETF bis zum Jahresende zum Beispiel um 20% im Wert steigt und andere ETFs im Wert sinken, kann die Empfehlung lauten, Teile der Anlage in dem „erfolgreichen“ ETF zu reduzieren. Wenn man dann aber nur den jetzt 300 EUR teuren ETF (250 EUR * 1,2) ganz verkaufen kann, reduziert man den Anteil im Portfolio auf 0, was wahrscheinlich nicht gewollt ist. Je größer die Anlagesumme ist und je kleiner die ETF-Kaufpreise, desto einfacher sind Allokationen und Umschichtungen. Außerdem berücksichtigen wir Kauf- und Verkaufskosten von ETFs bei der Bestimmung der empfohlenen Mindestanlagen. Bei 100 EUR Anlage in einem ETF sind – schon relativ günstige – 5 EUR Kaufkosten 5% und damit sehr hoch. Bei 1.000 EUR Anlage in einem ETF sind 5 EUR nur 0,5% und damit gut vertretbare Kaufkosten. Wenn man beim Rebalancing jedoch nur 10% des ETF im Wert von 100 EUR verkauft oder nachkauft, wäre man wieder bei hohen 5% Transaktionskosten.

Für die Bestimmung der Transaktionskosten gehen wir vom Jahr 2008 aus, in dem durch die außergewöhnlich starken Marktbewegungen und die damit 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.

Die in der folgenden Tabelle genannten Mindestanlagen gehen von 5 Euro Transaktionskosten pro „Trade" aus. Seit 2019 gibt es „kostenlose" Broker wie TradeRepublic, Justtrade oder Gratisbroker. Bei der Nutzung solcher Dienstleister sind die hier ausgerechneten Mindestanlagesummen obsolet.

Portfolio	Mindestanlage rechnerisch	Mindestanlage empfohlen
Weltmarktportfolio Basis (Trend/Income)	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 (Trend)	5.000	5.000
Islamic ETF-Portfolio	1.500	1.500
Alternatives ETF-Portfolio	60.000	100.000
Equity Income (DW) ETF-Portf.	12.500	12.500
Global Equities	60.000	60.000
Global Equities S	10.000	10.000
Real Estate ESG	60.000	60.000
Infrastructure ESG	60.000	60.000
Deutsche Aktien ESG	60.000	60.000

Vermögensverwalter können einzelne Portfolios durch das „Pooling" von Anlegern teilweise schon für kleinere Anlagesummen effizient umsetzen.

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

Bei der Bestimmung sinnvoller Mindestanlagen für unsere Portfolios sind wir davon ausgegangen, dass ETFs und Aktien nur „ganzteilig" gekauft werden können. Wenn der „teuerste" ETF im Musterportfolio also 1.000 EUR pro „Stück" kostet und insgesamt 10% am Portfolio ausmachen soll, sollte man – stark vereinfacht - mindestens 10.000 EUR im Portfolio anlegen. Wenn man jedoch Bruchstücke an ETFs kaufen und ins Depot nehmen kann, wie das manche Depotanbieter ermöglichen, können auch sehr viel geringere Summen über mehrere ETFs gestreut werden. Mit 100 EUR kauft man in diesem Fall 1/10 Stück des o.g. ETFs. Dabei ist aber weiterhin auf die Kosten des Bruchstückkaufes zu achten. Je mehr ETFs bei einem Anbieter sparplanfähig sind, desto mehr sind meist auch anteilig erwerbbar.

7.4.4. 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).

7.5. Umsetzung

7.5.1. 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 können das z.B. sein: 25 Orders pro Jahr, 100% Online, keine Limitorder, keine

Limitänderungen, keine Fondssparpläne und nur Handel von ETFs. Allerdings enthalten solche Tools nicht unbedingt alle Broker, denn es wäre zu erwarten, dass auch die „kostenlosen“ Broker TradeRepublic, Justtrade und Gratisbroker dort erscheinen würden.

Zusätzlich müssen individuell das erwartete durchschnittliches Ordervolumen 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.

7.5.2. 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 deshalb „manuell" umgesetzt werden. Am einfachsten und günstigsten ist es, wenn man mit der jeweiligen Sparrate jeden Monat einen ETF des gewünschten Portfolios kauft.

7.5.3. 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.

7.6. Allokationen

7.6.1. 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 deshalb inzwischen durchaus wahrscheinlich. Anleihen können deshalb kaum noch die große erfolgreiche Rolle spielen, die sie in den letzten Jahren hatten. Wir nehmen grundsätzlich nur Anlagen in unsere Portfolio, die eine positive Realrendite erwarten lassen (Ausnahme: ESG ETF-Portfolio Bonds). Deshalb findet man z.B. kein Gold in unseren Portfolios und auch keine Anlagesegmente wie Währungen oder „Volatilität". Staatsanleihen entwickelter Länder mit Restlaufzeiten unter drei Jahren sind ebenfalls nicht bei uns im Portfolio. Nur „Cash" bei guten Banken sehen wir als sichere Anlage an, auch wenn Inflation den realen Wert von Cash verringert.

7.6.2. Wie kann man die Rendite- und Risikoeffekte unterschiedlicher Asset-Allokationen selbst testen?

Gehen Sie auf die Internetseite www.portfoliovisualizer.com und dann auf die Unterseite „Rückrechnung der Asset Allocation" (diese befindet sich unter der Überschrift „Rückrechnung Portfolio"). Nutzen Sie den Modus „Advanced". Machen Sie die Eingaben wie angefragt: Testen Sie zum Beispiel unterschiedliche Perioden (z.B. 1972 bis 2015 oder die letzten fünf Jahre von 2011 bis 2015, um den Effekt ohne die Finanzkrise von 2008 zu sehen). Und testen Sie unterschiedliche Allokationen, z.B. 50% Total Bonds, 25% US Stock Market und 25% International Stock Market. Mit „Analyze Portfolios" erhalten Sie z.B. Rendite (7,7%), Sharpe Ratio (0,46; Indikator für risikoadjustierte Rendite) und Volatilität (10,6%, entspricht Standard Deviation) für 1972-2015 und 2011-2015 (4,6%; 0,76 und 6,2%). Über „Custom" kann man z.B. ein mit ETFs nachgebildetes Yale Portfolio wählen und erhält so für 1972-2015 vergleichbare Werte wie für die oben aufgeführte Allokation, die jedoch in 2011-2015 wesentlich besser sind (nach Sharpe Ratio. Die Renditen der Universitätsstiftungen/Endowments von Yale bzw. David Swensen und Harvard gelten als besonders gut. Beide mussten aber in 2008 erhebliche Verluste hinnehmen, die jedoch schnell wieder aufgeholt wurden).

Unsere Allokationen der Weltmarktportfolios bzw. des ETF-ESG Portfolios sind mit dem Portfolio Visualizer leider nicht direkt nachbildbar, u.a. weil der Portfolio Visualizer auf US-Dollar Anlagen aufbaut und z.B. Infrastruktur bzw. Agrar-/Farmaktien nicht als Segmente vertreten sind. Außerdem handelt es sich bei den Daten von Portfolio Visualizer um jährliche Daten. Mit täglichen bzw. monatlichen Daten und EUR-Währung können andere Ergebnisse herauskommen. Trotzdem erhält man mit dem Portfolio Visualizer unseres Erachtens einen guten Eindruck über die Möglichkeiten und Grenzen von Diversifikationen. So zeigen auch die besten Portfolios oft große zwischenzeitliche Verluste (Wenn man den Informationsbutton „i" bei Max. Drawdowns anklickt, erhält man Informationen zu den Perioden und der Dauer des Drawdowns).

7.6.3. Wie erfolgen Änderungen an Musterportfolios von Diversifikator?

Musterportfolios sollen relativ selten geändert werden, da das individuelle Umsetzen von Veränderungen in „echten" Depots mit Zeitaufwand und Handelskosten verbunden ist. Wir versuchen deshalb möglichst nur einmal zu Jahresende Veränderungen an den Musterdepots vorzunehmen und auch den Umfang der Veränderungen gering zu halten. Änderungen kann es vor allem aus den folgenden Gründen geben:

- Es gibt aktuellere Analysen der Weltmarkt-Kapitalanlage (reales „Weltmarktportfolio“), die zu Änderungen unserer Allokationen zu Anlagesegmenten führen.
- ETFs werden eingestellt oder mit anderen ETFs verschmolzen.
- Es gibt neue ETFs, welche die in den Portfolios vorhandenen Anlagesegmente besser bzw. günstiger abdecken.
- Aktienkriterien, z.B. ESG-Ratings ändern sich
- Wir verändern die Regeln für die Aktienselektion

Obwohl wir möglichst regelbasiert arbeiten, legen wir vorab bewusst kein Datum für die Änderung von Musterportfolios, wie „immer am 15.12. eines Jahres“, fest. So wollen wir das Risiko reduzieren, dass diese Information von Marktteilnehmern zum Schaden der Nutzer von Musterportfolios verwendet werden kann.

Unterschiedliche Implementierungszeitpunkte von Portfolioänderungen können zu Abweichungen der Musterportfolio-Performance von der Performance von Anlegerdepots führen. Auch unterschiedliche Kosten und Gebühren können zu Unterschieden führen. Abweichungen wird es vor allem bei Sparplanportfolios geben, da diese monatlich meist nur in einen zusätzlichen ETF allokiert werden und, je nach Startzeitpunkt und Sparrate, auch untereinander erheblich abweichen können.

7.6.4. 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 deshalb nicht für unsere umfassenden Weltmarktportfolios interessieren, die Möglichkeit der einfachen und kostengünstigen Diversifikation in diese Segmente.

7.6.5. 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.

7.6.6. 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 Indexes, sondern nur ausgewählte, was zu Abweichungen der Performance vom Index führen kann, die in dieser Form beim synthetischen ETF nicht auftreten sollten. Eine Wertpapierleihe ist auch nicht ohne Risiko. Derivatenutzung und Wertpapierleihe findet man auch bei sogenannten "aktiven" Fonds. Für nachhaltige Portfolios werden aber nur physische ETFs genutzt.

ETFs werden auch kritisiert, weil sie in Krisen zumindest kurzfristig erheblich von den ihnen zu Grunde liegenden Indizes abweichen können (Stichwort "Flash-Crash"). Wir halten die Risiken in den von uns selektierten ETFs für begrenzt, zumal wir die ETFs als Anlagevehikel empfehlen und nicht für kurzfristiges Trading. Deshalb spielt bei unserer Selektion auch Größe/Volumen bzw. Liquidität keine so große Rolle wie bei kurzfristig bzw. handelsorientierten Portfolios. Für große Anlagesummen und handelsintensive Portfolios kann das Volumen bzw. die Liquidität einzelner ETFs besonders in Marktkrisen jedoch durchaus relevant sein. 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.

7.6.7. Wie unterscheidet sich das Diversifikator-„Produktangebot“ von dem Angebot von Onlineplattformen, 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. Außerdem ist Diversifikator einer der Anbieter mit dem breitesten ESG Portfolioangebot.

7.6.8. 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 zunächst im ESG ETF-Portfolio Trend umgesetzt wurde. 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.

7.6.9. 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. Dafür bieten wir mit der 200-Tagelinie (bis November 2020) und der 40-Tagelinie ab November 2020 für einige Portfolios eine ebenfalls regelbasiert-optimierungsfreie einfache Risikosteuerungsmöglichkeit an. Achtung: Die Umsetzungskosten für solche Trendfolgeportfolios können sehr hoch sein.

7.6.10. 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. Details dazu finden sich in einem ausführlichen separaten Dokument: https://diversifikator.com/de/wp-content/uploads/2017/01/161230%20Diversifikator%20Test%20von%20Risikomanagement-Modellen.pdf.

7.6.11. Warum bietet Diversifikator Risikosteuerung auf Basis der 200Tagelinie bzw. 40Tagelinie an und nutzt keine anderen Methoden?

Die detaillierte Entwicklung und die damit verbundenen Rückrechnungen sind im separaten Dokument „Diversifikator Test von Risikomanagementmodellen“[224] 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 so leicht „adjustierte“ 200Tagelinienmodell lieferte für uns akzeptable Risikoreduktionen für alle unsere Portfolios bei weiterhin attraktiven Renditen. Ab November 2020 wurde die 200Tagelinie durch die 40Tagelinie ersetzt, weil so schneller auf Marktveränderungen reagiert werden kann.

7.6.12. Wie kann man die Risikomodelle nutzen?

Wir möchten möglichst viele Details transparent machen und auch die Umsetzung für Anleger einfach machen, müssen aber auch regulatorische Einschränkungen beachten. Deshalb stellen wir die Konzepte öffentlich online (siehe Dokument „Diversifikator Test von

[224] S. Archiv auf www.diversifikator.com

Risikomanagementmodellen“ im Archiv auf www.diversifikator,com) und auch die Tagesdaten der aggregierten ETF-Portfolios haben wir inklusive der Rückrechnungen online gestellt und um 200 Tage Vorlauf erweitert. So können Berater und Anleger selbst feststellen, wann das Risikomodell auf Basis der aggregierten Portfolioperformance zum Marktausstieg oder Wiedereinstieg anregt. Die aktuellen Detailsignale auf Basis der Einzel-ETF Zeitreihen stellen wir zudem unseren Beratungspartnern und kooperierenden Banken per Newsmail oder API zur Verfügung.

7.6.13. Was hält Diversifikator von garantierten Produkten?

Garantien kosten Geld, ähnlich wie Versicherungen. Bei niedrigen Zinsen sind Garantien besonders teuer. Mit Garantien verzichtet man explizit oder implizit auf Renditechancen. Garantien werden oft nach Krisen nachgefragt, wenn sie besonders teuer sind. Für Anleger mit einem Anlagehorizont über zehn Jahren (siehe dazu die Verluste diverser Anlagestrategien unter www.portfoliocharts.com), diversifizierten Anlageportfolios und ausreichend Vermögen, Verluste tragen zu können, sind unseres Erachtens in der Regel keine Garantien sinnvoll.

7.7. Portfolios

7.7.1. Welche Portfolios hat Diversifikator getestet und nicht online gestellt?

Die meisten von uns konzipierten Portfolios wurden online bzw. live gestellt, ohne Variationen zu testen oder Optimierungen vorzunehmen. Das heißt, wir haben zwar 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, wie wir das bei einigen Risikosignalansätzen bereits gemacht haben. Denn wenn Portfolios zwar konzeptionell interessant erscheinen, aber in der Vergangenheit nicht gut funktioniert hätten, nehmen wir nicht an, dass sich das in der Zukunft ändert. Andererseits erwarten wir nicht unbedingt, dass sich gute Performance der Vergangenheit auch in der Zukunft wiederholt.

Inzwischen haben wir mehrere Portfolios geprüft aber nicht umgesetzt.

a) So haben wir in 2016 versucht, das Weltmarktportfolio Basis mit Vanguard ETFs bzw. Indexfonds nachzubilden. Die ETFs und Fonds von Vanguard gelten als besonders kostengünstig und etliche sind inzwischen auch für deutsche Anleger steuereffizient erwerbbar. Der Nachteil ist, dass teilweise erhebliche Mindestinvestments nötig sind. Unsere Analyse hat ergeben, dass nur gut 60% des WMP über Vanguard ETFs verfügbar sind, so dass wir diese Portfolio-Idee nicht weiterverfolgt haben.

b) Weiterhin haben wir ebenfalls in 2016 geprüft, inwieweit das Weltmarktportfolio Basis mit iShares ETF abzudecken ist. iShares ist der größte ETF Anbieter und es gibt Banken und Vermögensverwalter bzw. Berater, die gerne nur mit einem ETF-Anbieter kooperieren wollen. Die Umsetzung des WMP Basis nur mit iShares ETFs ist fast komplett möglich. Allerdings entsprechen nicht alle ETFs unseren Idealanforderungen und die Kosten eines solchen Portfolios wären höher, als sie es bei unserem Weltmarktportfolio Basis sind.

c) Wir haben auch geprüft, inwieweit ein am Weltmarktportfolio orientiertes Smart Beta Portfolio attraktiv sein kann. Smart Beta steht für regelbasierte Anlagestrategie, die von Kapitalgewichtungen abweichen. Oft wird auf eine erwartete Outperformance einzelner Faktoren wie Low Risk, Value oder Small Cap gesetzt. Da wir nicht wissen, welche Faktoren künftig besonders gut rentieren werden, haben wir einen anderen Ansatz gewählt. So kann man feststellen, dass kapitalgewichtete Indizes sehr oft geringere Renditen aufweisen als andere Indexgewichtungsmethoden. Wir haben deshalb versucht, das WMP Basis mit ETFs nachzubilden, die keine Kapitalgewichtung nutzen. Dabei kamen wir im Mai 2016 nur auf eine Abdeckung von knapp 50% des WMP, so dass wir diese Idee nicht weiterverfolgt haben.

d) Für Kritiker an sogenannten synthetischen ETFs, also ETFs, die Derivate bzw. Swaps einsetzen, um die Indexziele zu erreichen, haben wir das Weltmarktportfolio Basis mit nicht-synthetischen ETFs nachgebildet. Damit können wir das WMP Basis zu 90% nachbilden. Allerdings werden dann unsere Idealanforderungen an Indizes bzw. ETFs nicht alle erfüllt. Dieses Portfolio stellen wir Anlegern, die sich dafür interessieren, gerne zu den gleichen Konditionen wie unsere anderen Musterportfolios zur Verfügung.

7.7.2. Welche Portfolios kann Diversifikator noch anbieten?

Für Partner können wir gerne weitere Portfolios entwickeln. Dazu haben wir auch attraktive Ideen für Portfolios, die unseres Wissens bisher in Deutschland auch noch nicht angeboten werden.

7.7.3. 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.).

7.8. Wer wir sind

7.8.1. 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 oft in ETFs, also regulierten Fonds. Das sind Sondervermögen, die als solche sicher sind, aber deren Wertentwicklung natürlich von den Inhalten der Fonds abhängt. So werden die Einlagen oft nicht 1-1 in die Wertpapiere des dem ETF zu Grunde liegenden Index investiert, sondern nur in repräsentativ ausgewählte Indexkomponenten („Sampling"), oder es werden Derivate genutzt, welche die Indexentwicklung nachbilden sollen (Derivate- bzw. Swap-basierte ETFs). Bei den derivatebasierten ETFs gibt es unter Umständen derivateabhängige bzw. Gegenpartei-abhängige Risiken und bei den anderen ETFs gibt es meist Risiken aus Wertpapierleihe. Beide Risiken halten wir allerdings für relativ gering in Bezug auf die ETFs in unseren Musterportfolios. Und die ETFs können grundsätzlich (außer bei höherer Gewalt bzw. gewaltigen Marktstörungen) typischerweise jederzeit verkauft werden, deshalb sind die Risiken für Anleger aus unserer Sicht insgesamt relativ gering.

Bei direkten Anlagen in Aktien gibt es die typischen Aktienrisiken, die auch die Insolvenz von Unternehmen umfassen.

Bei Insolvenz von Diversifikator oder der Depotbank sind die Wertpapiere des Anlegers nicht direkt betroffen, weil sie sich in Sondervermögen bzw. Depots der Anleger befinden. Es kann im Falle einer Insolvenz der Depotbank aber etwas dauern, bis der Anleger wieder Zugriff auf seine Wertpapiere hat. Eine dauerhafte Arbeitsunfähigkeit von Dirk Söhnholz (die einzige sogenannte Schlüsselperson von Diversifikator) hat keinerlei Auswirkungen auf die Anlagen, die den Musterportfolios folgen.

Die Signalkommunikation bzw. die Weiterentwicklung der Portfolios werden in dem Fall anderweitig sichergestellt oder eingestellt.

7.8.2. 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 hohe Unternehmensverluste, wir nicht. Diversifikator hat keine fremden externen Anteilseigner und nutzt außer Gesellschafterdarlehen keine Fremdfinanzierung. Die gut kapitalisierte Söhnholz Advisors GmbH, die zu 100% Dirk Söhnholz gehört, hält 100% der Anteile an der Diversifikator GmbH. Deshalb ist unsere Überlebenswahrscheinlichkeit sehr hoch. Zudem sind alle unsere Portfolios und Prozesse regelbasiert und detailliert dokumentiert. Bei Bedarf können die Services von Diversifikator auch über regulierte Partner angeboten werden. Eine Zusammenarbeit mit uns ist also ziemlich risikoarm.

7.9. Wir sind anders

7.9.1. Wieso bezeichnet Diversifikator sich als 80% anders?

Die meisten Portfolios anderer Anbieter werden entweder diskretionär - also abhängig von zahlreichen individuellen bzw. Teamentscheidungen - oder quantitativ und prognosebasiert gemanagt. Unsere Portfolios sind komplett regelbasiert aber trotzdem prognosefrei, weil gute Einzelprognosen schon schwierig sind. Vielfältige gute Prognosen, die für Optimierungen meist nötig sind, sind aus unserer Sicht fast unmöglich. Außerdem sind wir sehr transparent, kostengünstig, researchbasiert, haben einen kontinuierlichen Verbesserungsprozess etc.. Das ist ganz überwiegend anders als bei klassischen Produktanbietern. Aber natürlich kochen auch wir nur mit Wasser, wie es so schön heißt. 80% anders ist aus unserer Sicht eine gute Schätzung.

7.9.2. 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. Deshalb ist vor allem Regeltransparenz als „Transparenz nach Vorne" so wichtig.

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

Nicht wirklich. Unsere Portfolios sind z.B. mit ihren hohen Anteilen an „alternativen" ETFs bzw. ihre Gleichgewichtungen von Aktien oft sehr viel anders als die meisten der uns bekannten Fonds bzw. Dachfonds. Damit haben sie auch einen hohen Wiedererkennungswert. „Kopierer", die uns nicht bezahlen, können deshalb grundsätzlich schnell identifiziert werden. Seriöse Berater/Verwalter können es sich deshalb reputationsmäßig kaum leisten, unsere Portfolios zu kopieren, ohne uns zu bezahlen.

Außerdem sind wir sehr günstig. Man kann also nicht viel einsparen, wenn man uns kopiert, ohne uns zu bezahlen. Insgesamt vertrauen wir darauf, dass die Kunden bzw. Berater, die unsere Vorschläge verwenden, uns dafür auch bezahlen werden.

7.9.4. 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 und Aktien 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 exklusiv an

Beraterorganisationen oder Vertriebe gebunden. Wir binden uns nicht an eine Depotbank, sondern sind offen für die Zusammenarbeit mit allen seriösen Banken. Für bestimmte Services, die eine Regulierung erfordern, binden wir uns allerdings an ein sogenanntes „Haftungsdach". Darin sehen wir aber keine Reduktion unserer Unabhängigkeit, zumal wir das Haftungsdach bei Bedarf wechseln können.

Außerdem sind wir völlig unabhängig von Prognosen jeder Art und auch von allen Optimierungsmodellen. Aus unserer Sicht sind unsere Portfolios damit eine sehr gute Basis für unabhängige Investments bzw. unabhängige Beratung.

7.9.5. 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 (Finanz-)Prognosen schwierig sind, besonders wenn sie die Zukunft betreffen. Wir halten auch nichts von klassischen Optimierungen, wie sie von sehr vielen Fondsbietern genutzt werden. Ähnliches gilt für die Datensammelwut oder die Fragen nach der Bedeutung von Track Records, Fondsgrößen und Liquidität. Wir haben deshalb nichts dagegen, 80% anders zu sein.

7.9.6. Wie ist das Geschäftsmodell von Diversifikator?

Wir entwickeln sehr kostengünstige, systematisch-optimierungsfreie Anlageportfolios für Vermögens- bzw. Anlageberater mit dem Schwerpunkt auf verantwortungsvolle Geldanlagen. Diesen und auch deren Kunden bieten wir neben innovativen Portfolios bei Bedarf einen sehr transparenten Online-Informations-Zugang bis hin zu voll automatisierten White-Label Robo-Advisor Lösungen.

7.9.7. 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. Deshalb sind wir in solchen Vergleichen typischerweise nicht aufgeführt. Andererseits sehen wir uns durchaus als Finanztechnologieunternehmen (Fintech) und innerhalb von Fintechs im Segment Investments und am ehesten im Untersegment Robo-Advisors bzw. Wealthtech angesiedelt.

7.9.8. Was macht Diversifikator anders als sogenannte Robo-Advisors?

Erstens waren wir unseres Wissens der erste deutsche Anbieter, der seine Plattform komplett auf Berater ausgerichtet hat. Zweitens bilden unsere ETF-Basisportfolios das sogenannte Weltmarktportfolio ab. Konkret beinhalten sie wesentliche höhere Allokationen zu Immobilien- und Infrastrukturaktien als die meisten anderen liquiden Portfolios. Drittens nutzen wir „Cash" statt Anleihen als risikofreies Investment. Viertens sind wir der erste Anbieter eines breit diversifizierten ESG ETF-Portfolios, also eines sogenannten verantwortungsvollen Portfolios. Fünftens sind wir besonders transparent, indem wir alle unsere Portfoliomanagementregeln komplett offenlegen und dazu noch auf Tools verweisen, mit denen unser Regeln überprüft werden können. Sechstens verzichten wir bewusst auf das Sammeln von Kundendaten (No- oder Small-Data). Last but not least sind wir im Vergleich zu anderen Angeboten inklusive Beratung besonders günstig. Außerdem stehen seit 2017 verantwortungsvolle Portfolios bei uns im Vordergrund und wir haben eine der weltweit strengsten und breitesten derartigen Angebotspalette.

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

Die Gruppe der reinen Selbstentscheider ist in Deutschland noch relativ klein. Die meisten Anleger wollen auch künftig persönlich beraten werden. Und gute Anlageberatung kostet Geld. Wir wollen selbst keine Privatkundenberatung anbieten, weil das nicht unsere Kernkompetenz ist. Deshalb haben wir auch keine entsprechende Lizenz beantragt. Außerdem ist es sehr teuer, Privatkunden als direkte Kunden zu gewinnen.

Wir wollen keine Konkurrenz zu Beratern sein, sondern mit ihnen kooperieren. Durch unsere einfachen aber innovativen, transparenten und kostengünstigen sowie verantwortungsvollen Angeboten wollen wir Beratern helfen, bessere bzw. nachhaltigere Renditen zu erreichen und ihr Geschäft auszubauen.

7.9.10. 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-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 Angebote von Diversifikator 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.

7.9.11. 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 interessant, auch und gerade für Online-Angebote. Das gilt nicht nur für unser „Core“ Weltmarktportfolio sondern auch für unsere speziellen ESG-Angebote.

7.9.12. Warum sollten Berater Diversifikator nutzen bzw. empfehlen?

Berater haben auch ohne Diversifikator meist schon viele Produkte, die sie verkaufen können. Doch wir bieten kostengünstige Portfolios mit anderer Philosophie und anderem Inhalt an als Wettbewerber.

Diversifikator hat 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 0,75% p.a. auf den Berater bzw. seine Organisation (Bank, Versicherung etc.) entfällt. Das ist vergleichbar mit Provisionen, die Fondsanbieter für den Verkauf ihrer Fonds zahlen. Allerdings zahlen wir keine Provisionen, sondern empfehlen, dass der Kunde eine Servicegebühr an seinen Berater zahlt. Bei EUR 10.000 Wertpapieranlage sind 0,75% aber nur EUR 75 p.a.. Viele Berater bieten ihre Beratung deshalb nur Kunden an, die mindestens EUR 50.000 oder mehr anzulegen haben. Bei EUR 50.000 erhalten Sie demnach ca. EUR 350 p.a.. Das entspricht etwa dem Preis von zwei typischen Honorarberatungsstunden. Wenn ein Berater eine sehr gute umfassende Beratung liefern soll, ist das nicht viel. Umso wichtiger ist deshalb, dass der Anleger die Beratung gut vorbereitet. Dazu kann er die von uns aufgeführten Tools und unsere Webseite nutzen.
- Einfacher Verkauf: Je einfacher das Produkt zu verkaufen ist, desto besser für den Berater. Am einfachsten sind Produkte zu verkaufen, die sehr positiv bekannt sind. Positiv bekannt sind vor allem Produkte, die in der Vergangenheit gut waren und deren Anbietern es gelungen ist, das auch bekannt zu machen. 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 aber zeitgemäß ebenso wie Online-Angebote und ESG-Angebote.
- Neuartig: Berater sprechen ihre Kunden gerne mit neuen Ideen an. Diversifikator ermöglicht typischerweise keine einmalige Vergütung wie Ausgabeaufschläge, 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 ESG ETF- 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 möglichst weitgehende Transparenz zu punkten und dem Anleger Tools bereit zu stellen, mit denen er sich teilweise selbst beraten kann. So können Anleger Vertrauen zu 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. Auch das sollte Diversifikator-Portfolios für sie attraktiv machen.

Selbst Berater in großen Bankorganisationen haben heute oft keinen Zugriff auf robuste und einfach verständliche Portfolio-Testtools. Wenn Berater und Kunden die gleichen Tools nutzen können, wird die Kommunikation mit dem Kunden viel einfacher. Aber auch Endkunden sollen grundsätzlich Zugang zu den gleichen Tools bekommen. Das sollte gut für das Vertrauen zwischen Kunde und Berater sein. Und Kundenvertrauen ist bei der Geldanlage besonders wichtig und wertvoll.

Wir sehen uns als sehr gute Ergänzung und nicht als Wettbewerb für Banken, Pools oder Plattformen, die ein viel breiteres Serviceangebot haben als wir. 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).

7.9.13. 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 zeigen aber, dass es lange dauern kann, bis traditionelle Finanzdienstleister öffentlich Kooperationen mit Fintechs bzw. Robo-Beratern eingehen.

Zur Beraterselektion kann man das BaFin Honorarberaterregister verwenden (Hier kann man Organisationen finden: https://portal.mvp.bafin.de/database/HABInfo/) oder auf der Seite „Kennst Du Einen" (Hiermit kann man individuelle Berater in seiner Nähe finden) unter Finanzberater, Anlageberater, Vermögensberater oder Vermögensverwalter suchen. Unter Honoraranlageberater sind erst sehr wenige Namen aufgeführt. Und Verbraucherzentralen beraten generell zu Finanzanlagen, ohne Mindestanlagesummen zu verlangen.

Traditionelle Banken und Versicherungen tun sich manchmal schwer damit, uns als Partner auszuwählen. Gründe dafür gibt es viele: Sie bieten oft schon sehr viel Produkte an und wollen ihr Produktangebot nicht noch erweitern, sondern oft eher reduzieren. Oder sie können mit anderen Produkten mehr verdienen, z.B. über Ausgabeaufschläge, Provisionen oder Handelskosten. Außerdem tun sich einige traditionelle Anbieter schwer damit, unsere systematisch-prognosefreie Investmentphilosophie zu akzeptieren. Fast alle heutigen Angebote traditioneller Finanzdienstleister sind nämlich entweder diskretionär - also nicht regelbasiert - oder quantitativ-prognoseabhängig. Dabei setzen wir gar nicht darauf, die einzige angebotene Investmentphilosophie bei diesen Finanzdienstleistern zu sein, sondern setzen auch bei der Philosophie auf Diversifikation: Es erscheint uns besser, wenn Kunden einen diskretionären, einen quantitativen und einen systematisch prognosefreien (RETRO) Fonds im Portfolio haben, als nur traditionelle Fonds.

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 (Fonds-)Ratings (wobei die Vorhersagekraft guter Ratings für künftige Performance umstritten ist). Aber wir sind zuversichtlich, trotzdem bald einige Berater nennen zu können, die keine Scheu haben, unsere Portfolios anzubieten und dazu zu beraten.

7.9.14. 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 deshalb wohl auch künftig nur provisionsfreie Produkte einsetzen.

Der Vermögensberater wird in unserem Modell direkt vom Kunden bezahlt. Das erfolgt zum Beispiel über eine vom betreuten Vermögen abhängige Service-Marge, die vom Berater individuell mit seinen Kunden ausgehandelt werden kann. Wir bekommen einen kleinen Anteil an dieser Servicepauschale.

Wir selbst legen kein Mindestvolumen für unsere Services fest. Der Berater entscheidet, ab welchem Volumen er Kunden persönlich betreuen will und die Depotbank entscheidet, welches Investment-Minimum sie gerne haben möchte.

Unser Modell ist nicht nur für die bisher erst sehr geringe Zahl von Honorarberatern interessant, sondern auch für sogenannte Provisionsberater, die zusätzlich zu ihren Provisionsangeboten auch solche kundenbezahlten Angebote machen möchten.

Unser Modell ist für den Endkunden sehr transparent und normalerweise wesentlich günstiger als das, was er heute zahlt. Wir halten dieses Modell auch für „kleine" Kunden für interessant. Wenn jemand z.B. 10.000 Euro anlegt - das entspricht in etwa dem durchschnittlichen Wertpapierbestand in deutschen Depots - und dem Berater und uns zusammen ein Prozent pro Jahr bezahlt, dann kommt er auf 100 Euro pro Jahr. Nach der allgemeinen Diskussion entspricht das etwa den Kosten für eine 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.

7.9.15. In den USA und zunehmend auch in Deutschland wird das Thema Smart Beta propagiert. Was hält Diversifikator 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 bzw. gehört hat. Smart-Beta setzt üblicherweise auf bestimmte Faktoren wie Small Caps, Value oder Momentum. Wir halten es für extrem schwierig, erfolgreich zu prognostizieren, welche Faktoren künftig besonders attraktiv sein werden. Außerdem kann man mögliche attraktive Faktoren nur selten in einigermaßen reiner Form kaufen.

Es gibt zahlreiche Untersuchungen die zeigen, dass eine reine Kapitalgewichtung von Aktien vielen anderen Gewichtungen unterlegen ist. Wir sind der Ansicht, dass viele angebliche Überrenditen bestimmter Faktoren zu einem wesentlichen Teil durch nicht-Kapitalisierungsgewichtungen zu erklären sind. Unsere direkten ESG-Aktienportfolios nutzen Gleichgewichtungen. Damit haben wir mehrere Smart Beta Portfolios im Angebot, prognostizieren aber nicht die Outperformance einzelner Faktoren bzw. dieser Ansätze.

Wir halten aber die Analyse der Abhängigkeiten von Portfolios von einzelnen Faktoren für sehr wichtig und haben deshalb für alle Portfolios Faktoranalysen durchgeführt und online-gestellt (siehe „Faktoranalyse“ auf www.diversifikator.com). Dabei legen wir Wert darauf, dass es nicht zu hohen Abhängigkeiten von einzelnen Faktoren kommt.

7.9.16. Wieso präferiert Diversifikator „More Beta“ gegenüber „Smart Beta“?

Smart Beta, das von Morningstar Strategic Beta genannt wird, suggeriert dass es besser ist als normales Beta. Beta ist zunächst eine systematische Marktabhängigkeit. Wir haben seit einigen Jahren dazu recherchiert und auch publiziert. Wir sind der Ansicht, dass Abweichungen von der sogenannten Kapitalgewichtung renditemäßig attraktiv sein können, oft aber zu mehr Risiken in den Portfolios führen. Wir kennen aber keine Betafaktoren, von denen wir einigermaßen sicher annehmen können, dass Sie in der Zukunft zu Überrenditen führen können. Wir möchten aber einerseits nicht, dass unsere Portfolios zu stark von einzelnen Märkten abhängen, deshalb nutzen wir Faktoranalysen) siehe Stichwort „Faktoranalyse“ auf www.diversifikator.com). Andererseits sind wir ein Anhänger von Diversifikation über möglichst viele Beta Quellen (More Beta), und nutzen deshalb Anlagesegmente wie Listed Infrastructure, die in vielen Portfolios gar nicht oder nur wenig vertreten sind.

7.9.17. 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 aktuell 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 deshalb nicht als separates Anlagesegment berücksichtigt. Über Rohstoffaktien ist Gold aber 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 interessant, aber nicht effizient in liquide Portfolios integrierbar. Auch andere illiquide Anlagen werden nicht direkt, sondern nur indirekt über entsprechende Aktien berücksichtigt.

7.9.18. 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 tun. 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.

7.9.19. Haben Webseitennutzer Einflussmöglichkeiten auf Diversifikator?

Ja sicher. Wir sind nicht perfekt und immer dankbar für Tipps und Ideen.

7.9.20. Warum wurde Diversifikator „Diversifikator“ genannt?

Diversifikation wurde auch als der einzige „free lunch“ der Kapitalanlage bezeichnet. Wir sind aber 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.

7.9.21. 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. Vergleichbares gilt für unsere ESG-Aktienselektion.

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

Unsere Empfehlungen beziehen sich nur auf die standardisierten Musterportfolios, nicht auf die realen Portfolios der Anleger, die wir gar nicht kennen. Die Empfehlungen erfolgen, weil wir der Ansicht sind, dass zum Beispiel mit einem ETF-Austausch das Musterportfolio besser aufgestellt ist. Unsere Empfehlungen sind deshalb völlig unverbindlich für den einzelnen Anleger und nicht von uns individualisiert. Diese Individualisierung kann nur durch Anleger selbst oder Berater erfolgen.

Der Anleger oder sein Berater können selbst entscheiden, ob und welchen unserer Ideen sie folgen oder nicht. So können individuelle Handelskosten entscheidend sein. Wenn ein von uns im Musterportfolio vorgenommener ETF oder Aktienaustausch aus Sicht des Beraters oder Anlegers nur marginale Verbesserungen bringt, aber zu nennenswerten Handelskosten führen würde, sollte der Anleger von einer Umsetzung Abstand nehmen oder diese zu einem späteren Zeitpunkt umsetzen, zum Beispiel, wenn er sein Portfolio aufstockt oder umstellt.

7.9.23. 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 Portfoliostrategen. Unsere Musterportfolios sind nicht handelsaktiv, einige von ihnen sind jedoch Multi-Asset oder umgangssprachlich „vermögensverwaltende" ETF-Portfolios bzw. technisch, nach der Umsetzung durch den Anleger oder seinen Berater, mehr oder weniger standardisierte ETF- bzw. Aktien-Vermögensverwaltungen.

7.9.24. Wieso wird Diversifikator nicht reguliert?

Als Anbieter von standardisierten Musterportfolios sind wir nicht regulierungspflichtig, wie die Finanzdienstleistungsaufsicht uns bestätigt hat. Regulierungspflichtig wird man zum Beispiel, wenn man Einlagen annimmt, Anlegergelder verwaltet, Finanzanalysen verkauft oder Anleger individuell und konkret im Hinblick auf Investments berät. Unsere Nicht-Regulierung hat aber keine Nachteile für Anleger, weil die Musterportfolios bei in Deutschland zugelassenen Banken umgesetzt werden sollten. Das Geld der Anleger sollte auch von in Deutschland zugelassenen Verwaltern (z.B. Banken) verwaltet werden oder Anleger sollten von regulierten Beratern beraten werden.

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

Die Diversifikator GmbH wurde seit Ende 2015 vorbereitet, 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) Portfoliostrategen. 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 0,3% 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- bzw. Aktienkauf und -Verkauf zusätzlich anfallen (je nach Depotbank unterschiedlich) und die bei kleinen Anlagesummen überproportional hoch sein können.

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

Wir sind sehr zuversichtlich, dass die Online-Vermögensberatung und –Verwaltung (Robo-Advice) stark zunehmen wird. Online-Informationen und Online-Beratung sind vor allem für Kunden wichtig, die finanziell nicht attraktiv genug sind, um klassische professionelle Beratung zu bekommen. Diese Kunden sind dazu gezwungen, sich selbst zu beraten und sind deshalb sogar auf das Internet angewiesen. In Großbritannien wurde das von der Finanzaufsicht frühzeitig erkannt und soll gefördert werden.

Außerdem wird der von uns verfolgte hybride Ansatz wichtiger. Hybrid bedeutet eine Kombination von Online- und Offline-Beratung. Dazu wurde im März 2016 eine Stellungnahme der US Finanzaufsicht veröffentlicht (Report on Digital Investment Advice der Financial Industry Regulation Authority (FINRA), März 2016). Je besser sich Anleger online informieren können, desto besser sollte das für die Kapitalanlage sein und desto bessere Beratungen sollten erfolgen können. Die US Finanzaufsicht FINRA weist in Ihrer Analyse unter anderem darauf hin, dass bisherige Onlinetools zu manchmal stark unterschiedlichen Portfolio-Allokationen kommen. Das ist nicht erstaunlich, wie man an unserem Abschnitt zu Pseudo-Optimierungen sieht.

Die FINRA weist auch darauf hin, dass die Online-Modelle bzw. Tools transparent sein sollten, was nicht immer der Fall zu sein scheint. Sie sollten auch nicht mit zu stark vereinfachten Annahmen arbeiten und es ermöglichen, bestimmte „Schocks“ zu beurteilen. Bei letzterem sollen die Tools helfen, auf die wir hinweisen (z.B. www.portfoliovisualizer.com) aber auch unsere Faktoranalysen.

Wir gehen davon aus, dass die Unterstützung von Beratern mit Diversifikator-Services dazu geeignet ist, eine von der Regulierung für Provisionseinbehalte geforderte Qualitätsverbesserung von Beratung zu erreichen (Stichwort MiFID II).

7.10. Kosten

7.10.1. 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 deutsche Robo Advisors, insbesondere nicht für sogenannte defensive Portfolios. Die Gebühren fallen ja nur für den Renditeteil der Portfolios an und nicht für den „Cash“-Teil. Defensive Portfolios mit 50% Cashanteil kosten deshalb nur 0,5% p.a. (Anmerkung: Auch auf Cash aus Ausschüttungen bzw. Umschichtungen in „Cash“ bei Trendphasenportfolios wird von Diversifikator keine Gebühr erhoben). Hinzu kommt, dass wir empfehlen, Berater zu nutzen. Anders als bei einem sogenannten Robo-Advisor beinhalten die Standardgebühren von 1% p.a. typischerweise auch die Kosten für individuelle und persönliche Beratungen und die Verwaltung der Portfolios. Die individuellen Kosten für die Beratung und Verwaltung von Portfolios werden allerdings von den jeweiligen Berater/Verwaltern festgelegt, welche die Diversifikator-Portfolios anbieten). .

Berater werden durch den Anleger direkt bezahlt und geben uns den auf Diversifikator entfallenden Teil der Gebühr von 0,3% p.a. weiter. Unser Anteil an der Gebühr (ohne Implementierungskosten) liegt damit etwa bei der Gebühr von Indexfonds (ETFs), unter einer typischen Robo-Advisor Gebühr von 0,5 bis 1% p.a., und erheblich unter der Gebühr von klassischen Fonds, die üblicherweise 1 bis 2% p.a. kosten. Allerdings enthalten diese drei Alternativen die Umsetzungskosten. Wenn Anleger keine Berater nutzen wollen oder keinen passenden Berater finden, können sie unsere Services – dann aber ohne externe Beratung - für 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 und können wegen mangelnder Kapazität keine Anlageberatung für Privatkunden leisten.

7.10.2. Wie werden die individuellen Kosten der Services von Diversifikator berechnet bzw. 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 0,3% p.a. inklusive Umsatzsteuer [225] 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 deshalb 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 0,3% p.a. inklusive Umsatzsteuer 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

[225][225] 16% von Juli bis Dezember 2020

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 deshalb 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. kommt bei direkten sogenannten Fonds- bzw. ETF-Vermögensverwaltungen - anders als bei steuerprivilegierten Fonds- bzw. Versicherungspolicen – die Umsatzsteuer hinzu). Dabei werden nur ganze Monate berechnet. Bei einer Anlage von EUR 12.000 ist die monatliche Basis danach EUR 1.000 und es werden zu Monatsende EUR 11,90[226] als Gebühr für die Nutzung des Musterportfolios fällig.
- Bei 100 Euro Sparrate pro Monat ergibt sich im ersten Jahr eine durchschnittliche Anlage von 600 Euro und im zweiten Jahr eine durchschnittliche Anlage von 1.800 Euro etc.. EUR 600 * 1,19% /12 sind EUR 0,595 pro Monat (bzw. EUR 0,58 bei 16% Umsatzsteuer). Im zweiten Jahr beträgt die durchschnittliche Anlage 1.800 Euro und die monatlichen Kosten steigen dementsprechend an.

Für unsere Bezahlung benötigen wir keine Daten von Musterportfolio-Nutzern, es sei denn, diese möchten eine Rechnung über den an uns gezahlten Betrag haben. In diesem Fall benötigen wir die üblichen Details (siehe AGB):

Diese Daten werden wir im Rahmen der gesetzlichen Pflichten speichern: Wann welcher Betrag von welchem Konto (IBAN Angabe nötig) gezahlt wurde, wer der Zahler und damit der Rechnungsempfänger ist (mit vollständigem Namen), und die genaue Anschrift für die Rechnung.

[226] Bei 19% Umsatzsteuer

7.10.3. 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.

Bitte beachten Sie unsere News, besonders wenn Sie keine Berater nutzen. In den News teilen wir mit, wann wir welche Musterportfolioänderungen empfehlen.

7.10.4. 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.

7.10.5. 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.

Außerdem kann man schlecht nachvollziehen, ob die berechnete Stundenzahl fair ist. Anbieter nutzen ungern stundenorientierte Gebühren, weil sie dann durch die Anzahl ihrer Mitarbeiter begrenzte Einnahmemöglichkeiten haben. Nach unten haben sie dagegen ein Risiko; wenn sie nicht genug Stunden verkaufen können.

Ähnliches gilt für Fixgebühren und Abonnement-Modelle: 20 Euro Kosten pro Monat ergeben 240 Euro im Jahr und das sind bei Euro 10.000 Anlage 2,4% p.a., also ziemlich viel. Für institutionelle Anleger bieten wir allerdings auch maßgeschneiderte Gebührenmodelle an. Und Berater bzw. Verwalter, die unsere Services nutzen, sind natürlich völlig frei in ihrer eigenen Preisgestaltung.

7.10.6. 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 einer sogenannten Hurdle Rate von 0%, 2%, 4% o.ä. pro Jahr führt in guten Marktjahren zu sehr hohen Gebühren und in schlechten zu sehr niedrigen, honoriert also unsere Leistung nicht adäquat.

7.10.7. 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 Werbemaßnahmen. Wir sind außerdem sehr gut finanziert, so dass wir sehr lange auch ohne bzw. mit geringen Gewinnen und ohne fremde Kapitalgeber durchhalten können. Man sollte aber nicht erwarten, dass wir schnell ein großes, bzw. teures Team aufbauen.

Selbst wenn wir den Geschäftsbetrieb einstellen sollten, sind die von uns zusammengestellten Portfolios sicher, denn sie sind in separaten und stark regulierten Fonds (ETFs) sollten in Depots von regulierten Banken angelegt sein. Außerdem sind alle von uns entwickelten Portfolios grundsätzlich sehr liquide und können deshalb kurzfristig verkauft werden.

7.11. Investmentphilosophie

7.11.1. 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, regelbasierte aber komplett prognose- und optimierungsfreie Anlagephilosophie. Die einfachste Ausprägung solcher Strategien sind traditionelle Indexinvestments, naive bzw. Gleichgewichtungen und starre Allokationen. Solche Philosophien sind sehr selten in Bezug auf Multi-Asset-Angebote. Dirk Söhnholz, der Gründer, 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 deshalb sinnvoll sein. Es gibt nur wenige traditionelle Anbieter von systematisch-prognosefreien Multi-Asset Portfolios. Zum Erfolg solcher Strategien insgesamt sind uns keine Untersuchungen bekannt. Die eigenen Erfahrungen sind jedoch sehr positiv.

7.11.2. 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, die von einigen Fondsanbietern verfolgt 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 Multi-Asset Anbietern typischerweise nicht vertreten.

7.11.3. 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 im Abschnitt „Pseudo-Optimierung“ sehen.

Die Regeln, mit denen wir zu Portfolios kommen, sind abhängig von Annahmen. Deshalb nennen wir sie nicht vollkommen, sondern „most passive“. Annahmefreies Investieren ist nicht möglich.

Nachdem die Regeln festgelegt sind, sind unsere Portfolios weitgehend passiv. Wir ändern unsere Portfolioregeln normalerweise nicht, wenn es zu Marktveränderungen kommt.

Das heißt nicht, dass unsere Portfolios robust gegenüber allen Marktveränderungen sind. Wenn Aktienmärkte stark fallen, werden unsere Aktienmarktallokationen ebenfalls an Wert verlieren. Wenn die Weltkapitalmärkte aber massiv zum Beispiel von Anleihen in Aktien umgeschichtet werden, sollten Aktien an Wert gewinnen und Anleihen tendenziell an Wert verlieren. Das sollte sich auch in unseren Weltmarktportfolios widerspiegeln, so dass sie auch in diesem Fall relativ

robust sein sollten. Man darf aber nicht erwarten, dass alle unsere Portfolios in allen Marktphasen bzw. Situationen stabil sind.

7.11.4. 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 man Datenbanken wie die von Morningstar nach ETF-Dachfonds durchsucht und diese nach laufenden Kosten sortiert, kann man das einfach nachprüfen. Wir wissen, wie schwer es ist, die sogenannten Märkte oder besser passive Benchmarks zu schlagen. Günstige Kosten sind die wohl wichtigste Voraussetzung, um das schaffen zu können.

7.12. ESG – verantwortungsvolles Investieren

7.12.1. Welche Rolle spielt verantwortungsvolles Investieren für Diversifikator?

Wir sind ein großer Anhänger von Anlagen, die ökologischen, sozialen und Governance- („ESG" für die englischen Begriffe) Kriterien folgen. Auch als Unternehmen versuchen wir, in möglichst vielen ESG-Punkten gut zu sein[227]. Außerdem ist ESG der Schwerpunkt unserer Portfolioentwicklung. In 2015/2016 war eines unserer drei Portfolios ein ESG ETF-Portfolio. In 2019 sind 8 der 16 öffentlich angebotenen Portfolios konsequent auf ESG ausgerichtet. Künftig wird die Mehrzahl der Portfolios von Diversifikator nach diesen Prinzipien aufgestellt sein. Bisher gibt es nur sehr wenige so

[227] Zum ESG Verständnis und Definitionen siehe Söhnholz/Frank 2018

konsequent wie unsere nach den drei wichtigen Kategorien Governance/Unternehmensführung, Sozial und Umwelt (Environment) ausgerichteten öffentlich angebotenen Portfolios in Deutschland.

7.12.2. 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 gab es in 2015 nur wenige Fonds und keine ETFs, die konsequent ESG bzw. SRI Kriterien berücksichtigen. Wenn man dann noch einheitliche ESG/SRI für alle Portfoliobestandteile verlangt, konnten lange Zeit nur Aktien und Unternehmensanleihen in ESG ETF-Portfolios aufgenommen werden.

Auch künftig wird Diversifikator zumindest für Benchmark-Zwecke sehr diversifizierte Weltmarktportfolios ohne ESG-Kriterien anbieten. Neue ETF und vor allem direkte Portfolios werden aber fast ausschließlich strengen ESG Kriterien entsprechen.

7.12.3. 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 nicht für die Portfoliozusammenstellung. Wir stellen aber Portfolios aus expliziten ESG- bzw. verantwortungsvoll aufgesetzten ETFs zusammen. Diese folgen möglichst einheitlichen Regeln, in unserem Fall oft denen des Index-Anbieters MSCI, denen alle Portfoliobestandteile entsprechen müssen. Eine Ergänzung dieses Portfolios um ETFs, die nicht diesen klaren Regeln für alle Indexbestandteile folgen, würde unser strenges ESG-Anlagekonzept verwässern.

Für unsere „traditionellen" Portfolios streben wir eine möglichst hohe Diversifikation an, was strenge ESG ETFs nicht machen. Eine Nutzung der ESG-Kriterien zur ETF Selektion macht deshalb für unsere Portfolios wenig Sinn.

7.13. No- bzw. Small-Data

7.13.1. 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. Das gilt vor allem in Zeiten, in denen maschinelles Lernen bzw. künstliche Intelligenz günstiger und populärer werden. Zusätzlich könnte man Daten verkaufen und so den Unternehmenswert steigern.

Wir möchten dagegen versuchen, mit möglichst wenigen Kundendaten zu arbeiten, weil Finanzdaten besonders sensibel sind. Uns ist zudem Datenschutz sehr wichtig. Vollständiger Datenschutz ist bei der heutigen professionellen Cyberkriminalität aber extrem schwierig.

Außerdem werden Kundendaten oft als das wichtigste Kapital von Kundenberatern angesehen, denen wir keine Konkurrenz machen wollen, sondern die wir als unsere wichtigsten Partner ansehen.

Wir vertrauen darauf, dass wir gegenüber Neukunden empfohlen werden, auch weil wir so wenige Kundendaten haben wollen. Mit den niedrigen Kosten für unsere Portfolios, den bewusst wenigen Kundendaten, die wir dauerhaft sammeln sowie der hohen Transparenz sollten wir auch bei Verbraucherschützern, Journalisten und Politikern auf Wohlwollen stoßen.

7.13.2. Welche persönlichen Daten benötigt Diversifikator?

Für die Nutzung der Newsfunktion und für Portfoliodetails muss eine E-Mail-Adresse verwendet werden. Die Überweisung unserer Gebühren kann 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.

7.14. Small-Data für Portfolios und Pseudo-Optimierer

7.14.1. Wie kommt Diversifikator zu den Musterportfolios und wie kann man Portfolios (Pseudo-) optimieren?

Wir haben für unsere Portfolios zunächst Regeln entwickelt, nach denen wir selbst investieren würden. Dafür hat die vergangene Performance der genutzten Instrumente keine Rolle gespielt, wie man in unserem Regelwerksehen kann. Erst danach haben wir uns angesehen, wie die ETFs bzw. Aktien der Portfolios in ihrer Kombination in der Vergangenheit performt hätten. Da einige ETFs unserer Portfolios relativ neu sind, kamen wir mit dieser Analyse nicht weit. Deshalb haben wir ältere „Ersatz"-ETFs gesucht, die den von uns verwendeten möglichst ähnlich sind, oder auch nur die zugrundeliegenden Indizes verwendet, um eine längere Vergangenheitsrendite zu simulieren. Insbesondere hat uns die Rendite unserer Musterportfolios im Krisenjahr 2008 interessiert. Die Renditen der so zusammengestellten Portfolios erschienen uns attraktiv und auch die Risiken erschienen uns tragbar. Deshalb haben wir nichts mehr an den Portfolios geändert. Wenn die Renditen oder Risiken sehr unattraktiv gewesen wären, hätten wir unsere Regeln hinterfragt und gegebenenfalls eine Modifikation der Regeln getestet, aber das war in diesem Fall nicht nötig.

Eine (Pseudo-)Optimierung hätte an diesem Punkt ansetzen können. So hat das ESG ETF-Portfolio nicht ganz so gute simulierte Vergangenheitswerte wie das Weltmarktportfolio. Mit einigen Veränderungen an der Allokation des ESG ETF-Portfolios würde es uns sicher gelingen, eine bessere Performancehistorie zu simulieren. Darauf haben wir aber bewusst verzichtet.

Anleger können mit öffentlich zur Verfügung stehenden Tools eigene (Pseudo-)Optimierungen durchführen (Siehe z.B. unter www.portfoliovisualizer.com unter „Efficient Frontier"). Wir sagen „Pseudo", weil diese „Optimierungen" zwar mathematisch korrekt zu besseren theoretischen Vergangenheits- oder simulierten Ergebnissen führen können, aber dem Anleger aus unserer Sicht für die künftige Kapitalanlage nicht viel helfen und deshalb nicht optimal für Anleger sind. So kann man mit www.portfoliovisualizer.com eigene Allokationen für verschiedene Perioden testen und man kann dort oder unter www.portfoliocharts.com sehen, wie als besonders gut bekannte Allokationen performt hätten, wenn man sie mit ETFs nachgebildet hätte. Man wird feststellen, dass relativ kleine Änderungen von Rendite-, Risiko- oder Abhängigkeits- bzw. Korrelationsprognosen zu großen Veränderungen der sogenannten „optimalen" Portfolios führen können.

Korrelationen zwischen diversen Wertpapieren oder Anlagesegmenten kann man ebenfalls auf der Seite www.portfoliovisualizer.com analysieren. Dort kann man auch Faktoranalysen machen, Simulationen durchführen und mehrere Timingmodelle testen. Wir fühlen uns mit unserem

regelbasierten, transparenten und robusten Anlageprozess wesentlich wohler als mit Optimierungen.

7.15. Rückrechnungen

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

Grundsätzlich ja, aber neue ETFs ohne Track Record werden ja oft auch sehr gut verkauft. Unsere Portfolios und Indizes haben einige der Vorteile von ETFs: Kostengünstig und sehr transparent, auch in Bezug auf die Regeln. Außerdem werden unsere Portfolios und Indizes sehr selten und dann auch meist nur geringfügig geändert. Zusätzlich haben wir unsere Rückrechnungen online gestellt (siehe „Historische Zeitreihen der 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 deshalb nicht so wichtig wie für aktiv gemanagte Fonds. Außerdem zeigt sich bei Fonds mit gutem Track Record, dass diese künftig nicht unbedingt besser sind als Fonds mit nicht so gutem Track Record.

7.15.2. 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. Eine maximale rollierende 5-Jahres Risikoklassifikation inklusive des Krisenjahres 2008 hätte jedoch die Kategorie „5“ ergeben, also mehr Risiko ausgewiesen. Wir haben deshalb bis Ende 2020 den (aufgerundeten) Mittelwert dieser beiden Werte für die Klassifikation unserer Portfolios genutzt.

Eine KIID-Risikokategorie wird normalerweise auf Basis der Volatilitäten der letzten fünf Jahre bestimmt. Um für möglichst viele (auch neue) Portfolios vergleichbare Kennzahlen zu erhalten, nutzen wir seit Ende 2020 die 3 Jahresvolatilität, die ab Anfang 2021 aufgrund er Marktkrise 2020 eine gute Risikoeinschätzung ermöglicht.

7.15.3. Wie hat Diversifikator die Faktoranalyse aufgesetzt?

Man kann sehr viele Faktorabhängigkeiten untersuchen. In der Darstellung auf unserer 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).

7.15.4. 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.

7.16. Portfolio-Risiken

7.16.1. 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.

(4) Datenschutz: Diversifikator befolgt einen sogenannten No- bzw. Small Data Ansatz. Ziel ist es, möglichst keine oder wenn nötig, dann möglichst wenige Daten von Anlegern abzufragen und zu speichern. Von Anlegern, die über Berater betreut werden und solchen, die direkt betreut werden aber keine Rechnung benötigen, werden überhaupt keine Daten benötigt. Damit ist unseres Erachtens dem Datenschutz am besten gedient.

(5) Umgang mit Beschwerden: Da Diversifikator nicht reguliert ist, ist die Firma auch keiner offiziellen Beschwerdestelle angeschlossen.

(6) Vollautomatische Prozesse: Diversifikator ist in erster Linie eine Plattform für Berater. Die wesentlichen Anlageprozessschritte Finanzplanung, Risikoeinschätzung, Portfoliowahl und Implementierung sind deshalb nicht alle voll automatisiert und auch nicht automatisch miteinander verknüpft. Das Ergebnis und meist auch die konkrete Herleitung der Ergebnisse der relevanten Prozessschritte kann individuell vom Interessenten überprüft werden. Berater sollen Anleger bei diesen Prozessschritten unterstützen bzw. kritisch begleiten. Die Risiken für Anleger durch Fehler in „unseren" nicht-vollautomatischen Prozessen sind unserer Ansicht nach deshalb für Anleger begrenzt.

(7) Technische Risiken: Da keine automatische Implementierung von Portfolios erfolgt, sind die technischen Risiken der Nutzung von Diversifikation begrenzt. Da sich zudem die Portfolios von Diversifikator nur selten ändern (typischerweise jährliche Überprüfung bzw. Rebalanzierung) und transparent sind, sind die Risiken durch falsche Portfoliozusammenstellung ebenfalls gering.

(8) Kosten und Gebühren: Wir legen nicht nur unsere Gebührenempfehlungen an Berater offen, sondern machen unter dem Punkt „Kosten" bzw. „Kostenvergleich" alle uns

bekannten Kosten für Anleger transparent, die in Zusammenhang mit einer Anlage anfallen können. Wir halten unsere Kosten und Gebühren, insbesondere für defensive Portfolios und wenn externe Beratung in Anspruch genommen wird, für sehr günstig.

(9) Beurteilung der Seriosität des Anbieters: Wenn Anleger sich trotz der vielfältigen Informationen auf unserer Internetseite kein positives Urteil zu diesem Punkt zutrauen, sollten sie einen Berater ihres Vertrauens um eine Einschätzung bitten.

7.17. Weitere Informationsquellen

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

Hinweis: Diversifikator empfiehlt, sich von Profis beraten zu lassen. Mit unserem Preismodell zahlen Anleger etwa gleich viel, unabhängig davon, ob sie einen Berater nutzen oder nicht.

Wenn Anleger grundlegende Fragen zu Finanzen haben, können sie sich z.B. die kostenlosen Schulungen unter Khan Academy ansehen.

Sie wissen, wie viel Geld Sie für welchen Anlagehorizont anlegen können bzw. sollten, z.B. weil Sie das Finanzwesir-Tool (Anleitung für eine selbst zu erstellende Excel-Lösung (Stichwort „Finanzcockpit"), den Lexware Finanzmanager, Finatra und/oder die Tools des Deutschen Instituts für Altersvorsorge genutzt haben (Dort findet man die folgenden hilfreichen Tools: Investmentrechner, Rentenlückenrechner, Berufsunfähigkeitsrechner und Lebenserwartungsrechner)?

Sie wissen, wie viel Risiko Sie tragen können, z.B. weil Sie die Analyse unter „Portfolioselektion" und den Test von www.behavioral-finance.de gemacht haben und weil Sie sich die Grafiken auf www.portfoliocharts.com (s. unter Portfolios und dann Darstellung „Real Return by Investing Period" z.B. des Classic 60/40 Portfolios) angesehen haben und sich man z.B. mit www.portfoliovisualizer.com mit verschiedenen Allokationen vertraut gemacht haben? Die Chancen und Risiken von Aktienmärkten können Sie sogar ab 1871 mit den Zahlen von Shiller, French und Damodar, Credit Suisse und FED selbst analysieren (siehe „externe Quellen auf www.diversifikator.com).

Dann suchen Sie sich ein „Rendite"portfolio aus (siehe „Portfolioselektion"). Unter „Rückrechnungen" finden Sie Kennzahlen zu unseren Portfolios. Unsere ersten Portfolios haben wir

erst Ende 2015 fertig gestellt. Bei den Daten vor dem jeweiligen Portfoliostart handelt es sich deshalb um theoretische Werte und nicht um real mit den Portfolios erzielte Werte. Weil zahlreiche von uns genutzte ETFs in 2008 noch nicht existierten, haben wir versucht, die Kennzahlen mit Hilfe von ähnlichen ETFs zu schätzen. Diese Kennzahlen sind z.B. beim ESG ETF-Portfolio vor allem deswegen schlechter als bei Nicht-ESG ETF-Portfolios, weil die Asset Allokation abweicht, denn es sind nur wenige Anleihe-ESG-ETFs verfügbar. Um Inflationsaspekte zu schätzen: Vergangene (US) Zinsen auf und Volatilität von „Cash" kann man z.B. bei www.portfoliovisualizer.com finden. Achtung: Vergangene Renditen und Risiken sind keine Gewähr für ähnliche künftige Renditen bzw. Risiken. Außerdem ist zu beachten, über welche anderen Vermögenswerte und Verpflichtungen der Ableger verfügt, um Klumpenrisiken zu vermeiden. Wenn sie die ETFs der gewählten Portfolios noch einmal prüfen wollen können Sie das Morningstar X-Ray nutzen.

Basierend auf Ihrer Risikotoleranz kombinieren Sie das gewählte Renditeportfolio mit mehr oder weniger Cash (zur „tragbaren" Volatilität s. „Portfolioselektion").

Lassen Sie sich möglichst spätestens jetzt von einem Profi beraten, ob diese gewählte Anlagekombination für Sie passt. Um einen Berater zu finden können Sie die bei uns aufgeführten Berater nutzen (siehe „Umsetzungswege"). Das hat den Vorteil, dass sich diese mit unseren Portfolios auskennen und auch schon Vergütungsvereinbarungen mit uns getroffen haben, mit denen die Berater zwar keine Provisionen von uns erhalten aber unsere Portfolios besonders günstig nutzen können, was den Umsetzungsprozess erheblich beschleunigen sollte. Sie können aber auch im Honoraranlageberaterregister nach Beratern suchen, die direkt von Ihnen bezahlt werden oder bei KennstDuEinen unter den Stichworten Finanzberater, Anlageberater, Vermögensberater oder Vermögensverwalter (der auch die Implementierung übernimmt), nach Beratern/Verwaltern suchen. Außerdem sollten Sie berücksichtigen, wie ihre sonstige Geldanlage strukturiert ist. Möglicherweise sind Umschichtungen Ihres bisherigen Portfolios sinnvoll, um möglichst geringe sogenannten Klumpenrisiken im Portfolio zu haben (Von Klumpenrisiken spricht man, wenn man zu stark von einzelnen Märkten, wie dem DAX, einzelnen Aktien oder anderen Faktoren wie z.B. der eigengenutzten Immobilie abhängig ist).

Als nächstes erfolgt die Umsetzung des gewählten Portfolios mit Cash (z.B. auf einem Tagesgeldkonto einer deutschen Bank, siehe z.B. Tagesgeld) und bei Ihrer Depotbank: Wenn das kostenlos möglich ist, eröffnen Sie am besten ein Unterdepot oder ein komplett neues Depot (siehe Handelsblatt-Vergleichstool), um ein individuelles Reporting über das Portfolio von Ihrer Depotbank zu erhalten und damit eine gute Überwachungsmöglichkeit zu haben. Zur Umsetzung schicken Sie Ihrer Bank ein „Download" des gewählten Portfolios (Nicht alle Depotbanken akzeptieren diese Vorgehensweise, teilweise müssen die Orders anders aufgegeben werden)..

Wenn Sie unsere Renditeportfolios nutzen: Verfolgen Sie die Änderungen, die wir vornehmen, indem Sie sich zu unseren News anmelden, und setzen Sie diese um, wenn sie von den Änderungen überzeugt sind.

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

Regulatorisch ist vorgeschrieben, dass Berater die Geeignetheit von Produkten für Kunden einschätzen sollen. Das ist aber nicht so einfach. So wird eine Einteilung in Privatkunden und professionelle Kunden nicht immer weiterhelfen. Viele Privatkunden sind finanziell sehr gut informiert und können und wollen hohe Risiken tragen. Viele professionelle Kunden können sich aufgrund vielfältiger anderer Aufgaben nur wenig mit Kapitalanlagen beschäftigen. Viele von ihnen müssen die Anlagen auch besonders vorsichtig tätigen, z.B. weil ihre Regulatoren oder Aufsichtsgremien das so vorsehen.

Außerdem sind viele der üblicherweise verwendeten Risikoklassifikationsindikatoren problematisch. So kann ein „alter" Investor sehr risikoreich anlegen, wenn er das Geld nicht direkt für seinen Lebensunterhalt braucht, sondern sowieso vererben möchte. Und ein junger Anleger kann sehr risikoarm anlegen wollen, weil er das Geld für kurzfristige Anschaffungen anspart.

Hohes Vermögen, welches mit hohen Ausgaben einhergeht, spricht für eine eher risikoarme Geldanlage. Geringes Vermögen, das man auf längere Sicht anlegen möchte, kann auch sehr riskant angelegt werden.

Manchmal werden Anleger auch direkt nach Risikotoleranzen gefragt. Diese sind jedoch schwer verlässlich zu schätzen. Viele Anleger scheinen schon überfordert zu sein, wenn sie angeben sollen, wie ihre Anlagen oder auch bestimmte Marktsegmente in der Vergangenheit abgeschnitten haben, sei es in Form von Rendite, Verlusten oder Volatilität. Wie sollen sie dann künftige Toleranzen verlässlich schätzen können? Renditeerwartungen vom Anleger abzufragen oder Risikotoleranzen und auf dieser Basis Portfolios zu empfehlen, halten wir deshalb für sehr gewagt. Denn wie es so schön heißt, (Finanz-)Prognosen sind schwierig, besonders wenn sie die Zukunft betreffen, und die „optimalen" empfohlenen Portfolios basieren oft auf zahlreichen Prognosen.

Wichtig ist allerdings, dass sich Anleger über ihr Anlage- bzw. Sparpotenzial im Klaren sind und dass sie eine realistische Ausgaben- bzw. Investitionsplanung haben. 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.

7.17.3. 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.

7.17.4. 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 bzw. Applikationen, die wir anbieten bzw. auf die wir hinweisen, 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.

7.17.5. 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.

8. 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.

Ausschlüsse: Unsere verantwortungsvollen Portfolios nutzen besonders viele und harte Ausschlüsse von Wertpapieren.

Benchmarkunabhängig: Auch wenn wir überwiegend ETFs einsetzen: Wir entwickeln unsere Portfolios unabhängig von klassischen Benchmarks. Sinnvolle Multi-Asset Benchmarks gibt es ohnehin kaum.

Beratungsorientiert: Es gibt etliche Arten von Finanzprodukten. Diversifikator fokussiert auf Investmentfonds, d.h. regulierte und risikogestreute Kapitalanlagen und Einzeltitel. 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 bzw. Aktien können sehr viele und sehr unterschiedliche Portfolios gebildet werden. Individuelle Anlegerinteressen können sich zudem stark unterscheiden, je nachdem in welcher Lebensphase man sich befindet bzw. über welche Einkommen und Vermögen man verfügt. Standardisierte Online-Beratung stößt so schnell an ihre Grenzen. Diversifikator sucht deshalb 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 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 deshalb unsere Regeln immer wieder überprüfen und bei Bedarf 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.

Environment: Unsere Aktienportfolios haben besonders strenge Anforderungen an Umweltratings.

Erfahren: Diversifikator ist ein relatives 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 nutzt für die diversifizierten Multi-Asset Portfolios fast ausschließlich günstige börsennotierte Indexfonds (ETFs) und keine teuren und intransparenten aktiven oder illiquiden Fonds.

Governance: Unsere Aktienportfolios haben besonders strenge Anforderungen an die Ratings für Unternehmensführung.

Großanlegergeeignet: Alle Portfolios von Diversifikator werden so aufgesetzt, dass sie grundsätzlich auch institutionellen Ansprüchen genügen sollten.

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 relativ neues Unternehmen, das nicht alles selbst machen kann oder will. Diversifikator kooperiert deshalb mit anderen Unternehmen, um gemeinsam gute Lösungen für Kunden anzubieten.

Kostengünstig: Zahlreiche Untersuchungen zeigen, dass niedrige Kosten ein sehr wichtiger Faktor sind für die Erzielung attraktiver Renditen. Diversifikator nutzt entweder Wertpapiere direkt oder möglichst kostengünstige Fonds, das heißt überwiegend ETFs, aber grundsätzlich auch sogenannte institutionelle Anteilklassen von Fonds, die keine Vertriebsprovisionen enthalten. Auch die Implementierungs- bzw. Handelskosten sollen günstig sein. Außerdem versucht Diversifikator, mit niedrigen Gebühren auszukommen und verzichtet auf Ausgabeaufschläge oder andere Formen von Mindestgebühren und auch erfolgsabhängige Gebühren.

Kritisch: Wir stehen zahlreichen Annahmen der klassischen Ökonomie und von Optimierungsmodellen kritisch gegenüber, wie der Annahme von rationalen Investoren, effizienten Märkten, Normalverteilungsannahmen, aber auch einem sogenannten „das haben wir schon immer so gemacht" –Verhalten. Dagegen denken wir, dass es Herdenverhalten (s. Behavioral Finance) und andere psychologische Effekte gibt, aber auch Rückkehr zu „Normalitäten" (Reversion to the Mean). Wir sind selbstkritisch und begrüßen Kritik an unseren Portfolios, damit wir sie weiter verbessern können.

Langfristorientiert: 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 deshalb bewusst auch neue ETFs 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 bietet viele Informationen und einige seiner Services auch online an. Im Vordergrund steht dabei die Unterstützung von Beratern.

Portfoliodifferenzierung: Andere deutsche Online Plattformen bieten meist nur wenige, sehr einfache ETF Portfolios, pseudo-optimierte Portfolios oder intransparente Handelsstrategien an. Diversifikator bietet dagegen robuste, vollkommen transparente und regelbasierte Portfolios an.

Prognosefrei: (Finanz-)Prognosen sind schwierig, besonders wenn sie die Zukunft betreffen (Urheber unbekannt). Selbst für einfache Kapitalanlagemodelle sind oft zahlreiche Prognosen für Renditen, Risiken und Abhängigkeiten erforderlich. Außerdem reagieren solche Modelle oft sehr sensibel auf kleine Eingabeänderungen. Diversifikator arbeitet prognosefrei.

Reguliert: Für regulierungspflichtige Aufgaben, bzw. sofern von Bank- oder Versicherungspartnern gewünscht, wird Diversifikator seine Leistungen unter einem regulierten sogenannten Haftungsdach anbieten.

Schnell: Schnelle Reaktionszeiten sind Diversifikator wichtig.

Small bzw. No-Data Ansatz: Kundendaten sind sehr sensibel. Das gilt besonders für Finanzdaten. Kundendaten sind außerdem das sogenannte Kapital von Kundenberatern, mit denen Diversifikator zusammenarbeiten möchte. Diversifikator versucht deshalb, mit möglichst wenig kundenindividuellen Daten auszukommen.

Smart: Bei der Erstellung von Portfolios wird besonders auch auf Risiko- bzw. Faktorabhängigkeiten geachtet und Erkenntnisse des sogenannten Smart-Beta bzw. Faktor-Investing berücksichtigt.

Sozial: Unsere Aktienportfolios haben besonders strenge Anforderungen an Sozialratings.

Stakeholder-orientiert: Für Diversifikator steht das Interesse der Endkunden und der kooperierenden Berater im Vordergrund. Diversifikator ist nicht in erster Linie an einer möglichst starken Steigerung des Unternehmenswertes interessiert (Shareholder-Fokus). Es ist z.B. nicht geplant, aktiv externes und oft kurzfristig orientiertes Eigenkapital (Venture Capital) einzuwerben.

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 fokussiert auf verantwortungsvolle Kapitalanlagen. Auch als Unternehmen wird sich Diversifikator bemühen, möglichst verantwortungsvoll 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, etc. sind der Fokus von Diversifikator und gelten als Zukunftsthemen der Kapitalanlage.

9. Literaturverzeichnis

AON Hewitt (2014): Das Weltmarktportfolio: Konsequenzen für institutionelle Investoren, September

Auer, B.R. (2015a): Online Service-Portal der Auer Lehrbuchreihe; www.wima-auer-seitz.de

Auer, B.R. (2015b): Do socially responsible investment policies add or destroy European stock portfolio value?, in Journal of Business Ethics

Auer, B.R.; Schuhmacher, F. (2015): Extremwerttheorie und Value-at-Risk, WiSt, 5/2015, 259-267

Auer, B.R.; Schuhmacher, F. (2016): Do socially (ir)responsible investments pay? New evidence from international ESG data, The Quarterly Review of Economics and Finance Nr. 59, S. 51-62

Bhattacharya, U.; Hackethal. A.; Kaesler, S.; Loos, B.; Meyer, S. (2012): Is Unbiased Financial Advice to Retail Investors Sufficient? Answers from a Large Field Study, Review of Financial Studies, 2012, 975-1032

Boudoukh, J; Katz, M.; Richardson, M.; Thapar, A. (2015): Risk Without Reward: The Case for Strategic FX Hedging, September 18, 2015, AQR Publication

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin 2015): Anlageberatung –Was Sie als Kunde beachten sollten, März

BVI (2014): Offene Investmentfonds: Flexibel und vor Insolvenz geschützt

Coval, J.D; Moskowitz, T. (1999): Home Bias at Home: Local Equity Preference in Domestic Portfolios, The Journal of Finance, December, 2045 - 2073

Credit Suisse Research Institute (2014): Emerging capital markets: The road to 2030, July

Dahm, L.K.; Sorhage, C. (2015): Milk or Wine, Mutual funds (dis)economies of life, Centre for Financial Research Working Paper, 05

DeMiguel, V; Garlappi, L; Uppal, R. (2009): Optimal versus Naive Diversification: How Inefficient Is the 1/N Portfolio Strategy?, in The Review of Financial Studies, vol. 22 nr. 5

Doeswijk, R.Q.; Lam, T.R.; Swinkels, L. (2014): The Global Multi-Asset Market Portfolio 1959-2012, Jan.

Errunza, V.; Hogan, K; Hung, M-W (1999): Can the Gains from International Diversification Be Achieved without Trading Abroad?, Journal of Finance 54.6, 2075-2107

Eurosif (2016): European SRI Study

Faber, M. (2015): Global Asset Allocation: A survey of the worlds' top investment strategies

Fama, E.F.; French, K.R. (2013): A Five Factor Asset Pricing Model, November

Feingold, B. (2013): Managerporträt Dirk Söhnholz: Kein Interesse an Großkonzernen, in: FAZ, 22.10.

Friede, G.; Busch, T.; Bassen, A. (2016): Auswirkungen von ESG-Faktoren auf die Performance von Finanzanlagen, Absolut impact Nr. 1, S. 26-31

Gabriel, J. (2016): Rethinking Commodities: Why the portfolio diversification benefits of commodity futures are disappearing, in Morningstar, Dec./Jan., S. 57-59

Gadzinski, G.; Schuller, M.; Vacchino, A. (2016): The Global Capital Stock. A proxy for the global unobservable global market portfolio, Panthera Working Paper, October

Gadzinski, G.; Schuller, M; Vacchino, A. (2018): The Global Capital Stock: Finding a Proxy for the Unobservable Global Market Portfolio, The Journal of Portfolio Management summer 2018, S. 12-23

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.

Pettenuzzo, D.; Sabbatucci, R.; Timmermann, A. (2020): Dividend Suspensions and Cash Flow Risk during the COVID-19 Pandemic, Arbeitspapier vom 16. Juni

Pool, V.K.; Stoffman, N.; Yonker, S.E. (2012): No Place Like Home: Familiarity in Mutual Fund Manager Portfolio Choice, Review of Financial Studies, Vol. 25, 2563-2599

Reinhart, C.; Rogoff, K.N. (2009): This time is different: Eight centuries of financial follies, 2009

Rekenthaler, J. (2016): The argument about time diversification: Should time horizon affect asset allocation, in Morningstar, Dec./Jan., S. 13-15

Schuhmacher, F.; Eling, M. (2010): Sufficient Conditions for Expected Utility to Imply Drawdown-Based Performance Rankings, or Are Drawdown-Based Performance Measures as Good as the Sharpe Ratio?, Arbeitspapier, 22.2.2010

Söhnholz, D. (2020): „Divestments bewirken mehr als Stimmrechtsausübungen oder Engagement" in „Nachhaltige Finanzen – Durch aktives Aktionärstum und Engagement Wandel bewirken" von CRIC (Corporate Responsibility Interface Center), Springer Gabler November 2020

Schuster, C. (2016): 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)

Wendt, K. (2017): Positive Impact Investments, Arbeitspapier, 11.12.2017

Wynter, M. (2012): Why Did the Equity Home Bias Fall During the Financial Panic of 2008?, November

10. 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.