

Weltmarktallokation, ESG und SDG

Die RETRO¹ Investmentphilosophie und ihre Umsetzung

von Prof. Dr. Dirk Söhnholz

Stand: 2. April 2024

1.	Das Konzept der Portfolios	3
1.1.	Die Investmentphilosophie: Systematisch, aber ohne Prognosen	3
1.2.	Die Umsetzung: Regelbasierte Allokation mit passiven Instrumenten oder einzelnen Wertpapieren	5
1.3.	Die ersten Schritte: Wie wir zum Ausgangs- bzw. Start-Portfolio kommen	6
1.4.	Warum unser Weltmarktportfolio relativ viel Infrastruktur, Immobilien und Rohstoffe enthält	9
1.5.	Strukturierte und nachvollziehbare Index- und ETF-Selektion	12
1.6.	Keine standardisierte Währungsabsicherung	13
1.7.	„Verantwortungsvolles“ Investieren und neuartiges FutureVest ESG ETF Global Portfolio	13
1.8.	Wissenschaftliche Basis	14
2.	ETF- Portfolios: Asset Allokation, Index- und ETF-Selektion	15
2.1.	Asset Allokation des Weltmarktportfolios (Index ETF Global)	15
2.1.1.	Einleitung: Assetklassen im Weltmarktportfolio	15
2.1.2.	Anleihen im Weltmarktportfolio	15
2.1.3.	Keine Asset-Backed Securities im Weltmarktportfolio	15
2.1.4.	Keine Pfandbriefe bzw. Covered Bonds im Weltmarktportfolio	16
2.1.5.	Keine Municipal Bonds im Weltmarktportfolio	16
2.1.6.	Keine High Yield Bonds im Weltmarktportfolio	17
2.1.7.	Private Equity im Weltmarktportfolio	17
2.1.8.	Small bzw. Mid-Caps im Weltmarktportfolio	17
2.1.9.	Rohstoffe im Weltmarktportfolio	18
2.1.10.	Immobilien im Weltmarktportfolio	18
2.1.11.	Infrastruktur im Weltmarktportfolio	18
2.1.12.	Keine weiteren Anlagesegmente im Weltmarktportfolio	19

¹ Regelbasiert, Evidenzbasiert, Transparent, Robust und Optimierungsfrei

2.1.13.	Zusammenfassung	19
2.1.14.	Keine Währungsabsicherung im Weltmarktportfolio	20
2.2.	ETF-Selektion für das Weltmarktportfolio bzw. Index ETF Global Portfolio der DWPT	21
2.2.1.	Index-Selektion für das Weltmarktportfolio	21
2.2.2.	Vorgehen bei der ETF-Selektion	22
2.2.3.	ETF-Selektionsänderungen der letzten Jahre	24
2.2.4.	Annahmen, Adjustierungen, Sonderfälle und Abweichungen	25
2.2.4.1.	Rohstoff-ETFs	25
2.2.4.2.	Private Equity-ETFs	26
2.2.4.3.	Agrarland-ETFs	26
2.3.	FutureVest ESG ETF Global Portfolio	27
2.4.	Neue ETF-Portfolios 2020: FutureVest ESG ETF Global Ex Bonds (Trend, Income) und FutureVest ESG Bonds (Multi Währung, Euro)	27
2.5.	Neue ETF-Portfolios 2020: FutureVest ETF Sustainable Development Goals und Kombinationsstrategien	28
3.	Direktes ESG Aktienkonzept	33
3.1.	Begründung für das Vorgehen bei der Portfoliobildung	33
3.2.	Umsetzung verantwortungsvoller Aktienportfolios	34
3.3.	Das Vorgehen für die ESG SDG Aktienportfolios	35
3.4.	Direkte Aktienportfolios FutureVest Equities ESG Global, Real Estate, Infrastructure und Germany (ab Ende 2023 keine Kernstrategien mehr)	38
3.5.	Regelmäßiges Monitoring und Portfolioänderungen	39
3.6.	FutureVest SDG ESG Equities Global Portfolio	39
3.7.	Erweiterungsmöglichkeiten für institutionelle Anleger	41
4.	Der FutureVest Equity Sustainable Development Goals Fonds	41
5.	Portfolioüberblick für 2024 (nur Kernstrategien)	43
6.	Systematische Portfolioveränderungen im Zeitverlauf	45
6.1.	Mögliche Gründe und Methoden für Rebalancierungen	45
6.2.	Regelmäßige Anpassungen der ETF-Portfolios	47
6.3.	Asset-Allokationsänderungen in normalen Marktphasen	47
7.	Zusammenfassung der Nachhaltigkeitspolitik (siehe separates Dokument auf www.futurevest.fund)	48
8.	Literaturverzeichnis	49
9.	Disclaimer	53

1. Das Konzept der Portfolios

1.1. Die Investmentphilosophie: Systematisch, aber ohne Prognosen

Unter Investmentphilosophie verstehe ich die grundsätzliche Weltanschauung, Sichtweise oder Grundüberzeugung eines Anlegers, idealerweise als ein umfassendes und kohärentes System von Überzeugungen². Man kann drei Arten von Philosophien unterscheiden: Meinungsbasierte („diskretionäre“), systematisch-prognosebasierte und systematisch-prognosefreie. Ich bin ein Anhänger von systematisch-prognosefreien Ansätzen.

Eine Prognose ist eine konkrete Erwartung in Bezug zu einem konkreten Zeitpunkt in der Zukunft. „Der DAX wird am letzten Handelstag des Jahres zwischen 10.000 und 12.000“ stehen“ ist eine Prognose. Eine Prognose ist falsifizierbar, d.h. sie kann widerlegt werden. „Der DAX wird steigen“ ist dagegen keine Prognose, sondern eine (unspezifische) Annahme, Erwartung oder Meinung. In diesem Sinn ist auch die von uns für einige Portfolios 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 nicht.**

Wir mögen transparente, nachvollziehbare und einfache Regeln lieber als Meinungsabhängigkeit. Zahlreiche Untersuchungen zeigen, dass Anleger, die sich strikt an klare Regeln halten, meist bessere Anlageergebnisse erhalten als solche, die keine klaren Regeln haben oder sich nicht an die Regeln halten³.

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. Das gilt speziell für reine Renditeranglisten, denn hohe Renditen können oft nur mit hohen Risiken erreicht werden.

Wir denken, dass es die richtige Asset Allokation nicht gibt, Diversifikation sehr wichtig ist⁴ und man gute Renditen am besten mit möglichst kostengünstigen Lösungen umsetzt⁵.

Wir setzen vor allem aus Renditegründen auf Diversifikation: Da wir nicht wissen (bzw. nicht prognostizieren können), welche Anlageklassen bzw. Marktsegmente oder einzelnen Anlagen künftig am besten rentieren werden, nehmen wir in unseren Basisportfolios grundsätzlich alle

² s. Söhnholz 2013b, S. 65

³ s. Bhattacharya et al. 2012

⁴ s. Söhnholz et al. 2010

⁵ s. z.B. Faber 2015, S. 104

nennenswerten Anlageklassen ins Portfolio auf, die aufgrund vergangener Erfahrungen 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 und wie rentieren wird.

Wir nehmen zusätzliche Anlagesegmente nur dann ins Portfolio, wenn sie sich nennenswert von bereits im Portfolio befindlichen Anlagesegmenten unterscheiden⁶. Wir nutzen aber keine Korrelationsanalysen oder -prognosen. So sind Anleihen bei uns im Portfolio, weil wir annehmen, dass mit diesen Anleihen grundsätzlich eine positive Rendite erwirtschaftet werden kann, die sich von Aktienrenditeverläufen unterscheidet. Die Anleiheallokation wird aber nicht durch eine (geringe) prognostizierte Korrelation zu Aktien bestimmt. Börsennotierte Indexfonds (ETFs) aus Staatsanleihen entwickelter Länder mit geringen Restlaufzeiten kommen zum Beispiel nicht ins Portfolio, solange eine negative Rendite erwartet werden kann⁷. Konkret: Wenn die Yield-to-Maturity bzw. Rendite bis zum Ablauf eines Produktes negativ ist, kann eine negative Rendite erwartet werden.

Tabelle: Überblick über unsere wesentlichen Investmentüberzeugungen⁸

	Grundüberzeugung	Konsequenz
1	Asset-Allokation ist wichtiger für eine Portfolioperformance als die Wertpapierselektion innerhalb von Anlageklassen	Fokus auf (Fehlervermeidung bei der) Asset-Allokation
2	Dauerhaft gute ökonomische und besonders Finanzmarktprognosen sind schwierig	Prognosefreie Kapitalanlage
3	Portfoliokonstruktionen (Optimierungen) reagieren oft sehr sensibel in Bezug auf die Änderung von Inputdaten	Robuste, einfache Ansätze statt (Pseudo-) Optimierungen ⁹
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	Diversifikation über potenzielle Renditesegmente
5	Vergangene Rendite ist kein verlässlicher Indikator für künftige Renditen	Vergangene Performance ist kein Selektionsfaktor. Investments auch in Anlagen ohne (guten „echten“) Track Record sind zulässig.

⁶ zur schwierigen Bestimmung bzw. Abgrenzung von Assetklassen siehe Söhnholz/Rieken/Kaiser 2010, S. 35 und 187-189

⁷ Für sogenannte Sicherheitsportfolios wie das FutureVest ESG ETF Bonds EUR sind Ausnahmen von dieser Regel möglich, vgl. den Abschnitt zu dem Portfolio weiter unten

⁸ Details bzw. Begründungen und weiterführende Literaturhinweise dazu finden sich in diversen Publikationen von Söhnholz, vor allem in Söhnholz (2013)

⁹ Wir sprechen t.w. von Pseudo-Optimierungen, die zwar mathematisch korrekt sind aber die auf oft zahlreichen Annahmen/Inputs beruhen, die fragwürdig sein können

6	Märkte sind nicht immer effizient (s. Behavioral Finance), aber können trotzdem nur sehr schwer dauerhaft geschlagen werden	Passive Anlage mit Weltmarktportfolio (Asset Allokation) und kapitalgewichteten ETFs bzw. Gleichgewichtung bei Einzeltiteln
7	Diversifikation ist wichtig zur Risikobegrenzung, aber auch zur Renditegenerierung, weil man meist nicht im Vorhinein weiß, welche Anlagesegmente künftig wie performen werden	Diversifikation in Bezug auf Anlagesegmente
8	Niedrige Produkt- und Umsetzungskosten sind ein sehr wichtiger Faktor für gute Anlageerfolge, aber gute Beratung kann ihr Geld wert sein	Vor allem auf kostengünstige Anlagelösungen setzen, z.B. ETFs
9	Verlustrisikomaße sind besser als Schwankungen (Volatilität) als Risikomaße geeignet	Verwendung von Maximum Drawdown als wichtigstes Risikomaß
10	Um das Risiko bzw. das Verhalten eines Portfolios zu verstehen, ist Regeltransparenz besonders wichtig, die eine Transparenz „nach Vorne“ ermöglicht	Umfassende Regelbasierung mit möglichst hoher Transparenz
11	Verantwortungsvolles Investieren (ESG bzw. SDG) ist eher positiv als negativ in Bezug auf Rendite und/oder Risiko einzuschätzen	ESG- und möglichst SDG-kompatibel anlegen
12	Eine gute und individuell passende Geldanlage zu finden, ist schwierig bzw. komplex	Gute Beratung ist wichtig

1.2. Die Umsetzung: Regelbasierte Allokation mit passiven Instrumenten oder einzelnen Wertpapieren

Eine rein passive Kapitalanlage ist nicht möglich¹⁰, 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, transparenter und oft eleganter als komplexe Regeln. Zudem können sie leichter geprüft 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. Vergleichsweise einfache Ansätze haben dagegen gute Ergebnisse gebracht, wie z.B. das Buch Global Asset Allocation von Mebane Faber zeigt.

Eine diversifizierte und kostengünstige Umsetzung kann am besten mit Indexfonds erfolgen. Dazu bieten sich für Privatkunden Exchange Traded Funds (ETFs) an, also börsengelistede

¹⁰ s. Söhnholz 2014a

Indexfonds. Streng verantwortungsvolle Investments sind dagegen besser mit Portfolios aus einzelnen Wertpapieren umzusetzen¹¹. Das gilt vor allem, wenn man mit den verantwortlichsten Wertpapieren startet. Jede zusätzliche Diversifikation reduziert folglich die durchschnittliche Nachhaltigkeit¹².

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 verfolgen¹³.

Außerdem müssen die selektierten Regeln auf ihre effiziente Umsetzung hin geprüft werden. Man kann zum Beispiel nicht alle ETFs bzw. Aktien bei allen Depotbanken bzw. Brokern kaufen. Gerade für kleine Anlagebeträge können – vor allem bei häufigen Umschichtungen – Portfolios mit zu vielen ETFs oder Aktien zu einer teuren Implementierung führen¹⁴. 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 zusammengestellten Portfolios kommen deshalb grundsätzlich auch andere Arten von Indexfonds in Frage.

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

Wir sind keine guten Prognostiker und kennen auch niemanden, der konsistent gut Renditen und Risiken sowie Korrelationen aller interessanter 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 Kurschwankungen. Dennoch messen wir Volatilitäten und daraus abgeleitete Kennzahlen, weil das Marktstandard ist. Hinzu kommt, dass diese Maße zwar meist

¹¹ ESG- bzw. SRI (Socially Responsible Investment) ETFs bzw. Fonds haben typischerweise wesentlich weniger strenge Selektionsregeln als unsere ESG Portfolios bzw. ESG-Indizes. Letztere sind zudem mit weiteren Ausschlüssen einfach zu individualisieren.

¹² vgl. Söhnholz 2022

¹³ Dazu siehe auch diverse Beiträge auf www.prof-soehholz.com z.B. auch zu den Stichworten Investoren-Rendite bzw. kapitalgewichtete Renditen und „Berater-Alpha“, siehe auch Abschnitt 1.17

¹⁴ Durch sinkende Handelskosten ist dieses Thema seit 2019 weniger wichtig geworden

konzeptionell nicht befriedigend, statistisch gesehen jedoch attraktiv sind, da sie ähnliche Ergebnisse wie konzeptionell komplexere Maße liefern können¹⁵.

Um mögliche Allokationen miteinander zu vergleichen, hilft es, sich die Vergangenheitsperformance von Allokationen anzusehen. 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 schlechte Anleihemärkte ebenfalls einzubeziehen, sollte man auch die 70er Jahre betrachten. Für so lange Zeiträume ist aber die Verfügbarkeit aussagekräftiger bzw. vergleichbarer Daten – insbesondere außerhalb der USA - schwierig. Hinzu kommt, dass mit solchen Analysen nur in der Vergangenheit eingetretene Renditen und Risiken erfasst werden.

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

Gestartet sind wir zunächst mit einer naiven Allokation, bei der Investments über alle Assetklassen gleich verteilt werden¹⁶. Das Problem dabei ist die (subjektive) Bestimmung von Anlageklassen/Segmenten, die (gleichgewichtet) ins Portfolio aufgenommen werden. Wenn man 10 Anlageklassen hat, von denen 7 eher anleiheähnlich sind oder 10, von denen 7 eher aktienähnlich sind, kommt man in beiden Fällen bei einer naiven Gleichverteilung von jeweils 10% pro Anlageklasse zu möglicherweise stark unterschiedlichen Portfolios.

Alternativ ist es möglich, Allokationen von besonders erfolgreichen Investoren zu analysieren. In 2015 wurde das Buch „Global Asset Allocation“ von Mebane Faber¹⁷ veröffentlicht. Faber rekonstruiert in dem Buch Allokationen besonders bekannter bzw. erfolgreicher Geldanleger mit Hilfe von Indizes liquider Wertpapiere bzw. ETFs.

Die von ihm errechneten annualisierten – also auf das Jahr hochgerechneten - Renditen unterschiedlichster Allokationen liegen relativ nah beieinander. Das hängt mit der gewählten Periode zusammen. Faber betrachtet die Jahre von 1973 bis 2013. In dieser Zeit gab zwar einige sehr schlechte Jahre für Aktien, aber nur wenige schlechte Jahre für Anleihen (maximale Verluste für Anleihen knapp 16%¹⁸). Wenn man andere Zeitabschnitte wählt, kann man durchaus zu anderen Resultaten kommen¹⁹. Die aufgetretenen Verluste sind zudem sehr unterschiedlich und erreichen bei reinen Aktienportfolios knapp über 50%²⁰. Vereinfacht ergibt sich: Je höher die Anleihequote in den Portfolios ist, desto geringer sind die Verluste in der betrachteten Periode.

¹⁵ siehe Auer/Schuhmacher 2015

¹⁶ siehe DeMiguel/Garlappi/Uppal 2009 und Söhnholz/Burkert 2008 sowie Söhnholz/Rieken/Kaiser 2010

¹⁷ S. Faber 2015

¹⁸ s. Faber 2015, S. 42

¹⁹ Das kann man z.B. auf www.portfoliocharts.com bzw. www.portfoliovisualizer.com sehen bzw. selbst testen

²⁰ s. Faber 2015, S. 42

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 Weltmarktportfolio²¹, also die Allokation zu Anlageklassen, wie sie näherungsweise über alle Anlegergruppen und alle Anlagemärkte an den Finanzmärkten vorzufinden ist²². Das nennen wir den „Most Passive“ Ansatz. Das Weltmarktportfolio ist ein diversifiziertes Multi-Asset Portfolio, welches sich mit den jeweiligen Märkten entwickelt. Wenn man es nachbildet, müssen keine aktiven Asset-Allokationsentscheidungen getroffen werden. Wählt man zur Umsetzung zusätzlich noch liquide kapitalisierungsgewichtete Indextracker-Fonds (meist ETFs), ist nicht nur die Asset-Allokation, sondern auch die Titelselektion passiv und mit nur geringen Implementierungskosten verbunden.

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 Regulatoren 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 Vergangenheit²³ zeigen aber, dass Staatsanleihen nicht risikofrei sind.

Durch angenommene und relativ starke Regulierungsabhängigkeit hat das Weltportfolio den Vorteil, relativ stabil bzw. robust zu sein. Institutionelle Portfolios, vor allem regulierte Portfolios, ändern ihre Asset Allokation im Laufe der Jahre aktiv meist nur wenig. Es ist deshalb unwahrscheinlich, dass sich in relativ stabilen bzw. normalen Marktumfeldern die vorgesehenen Anlagequoten einzelner Klassen stark verändern. Das kann bei privaten Anlegern, die Anlagemoden stärker unterliegen können, anders sein.

Zu erheblichen Änderungen institutioneller Portfolios und deshalb des Weltmarktportfolios insgesamt kommt es wohl vor allem, wenn einzelne Anlageklassen durch Markteinflüsse stark an relativem Gewicht verlieren. Das war in der Finanzkrise von 2008 für alle aktienmarktabhängigen Anlagen der Fall. Nach der Krise war zu beobachten, dass sich institutionelle Anlagequoten an der jüngsten Vergangenheit orientierten. Das heißt, dass Aktienquoten im Vergleich zum Vorkrisenniveau relativ niedrig blieben und nicht durch aktive Aktienkäufe auf das relativ hohen Vorkrisenniveau gehoben wurden.

Demnach wäre es nicht entscheidend, das Ausgangsportfolio aktiv an Veränderungen anzupassen. Sollte sich das reale Weltmarktportfolio durch Marktverwerfungen ändern, z.B. wenn

²¹ Die Weltmarktportfolio-Umsetzung heisst Index ETF Global Portfolio bei der DWPT

²² zur Weltmarktallokation siehe auch Jacobs/Müller/Weber 2009, Doeswijk/Lam/Swinkels 2014 und Vacchino/Schuller 2015 und 2018

²³ S. Reinhart/Rogoff 2009

die Aktienquote stark fällt, wird dies in unserem mit ETFs nachgebildeten Weltmarktportfolio enthalten sein.

Die Messung bzw. Bestimmung des „echten“ Weltmarktportfolios ist allerdings schwierig. Fabers Weltmarktportfolio²⁴ unterscheidet sich erheblich von dem von Jacobs/Müller/Weber.

Jacobs/Müller/Weber allokierten 60% zu „GDP-weighted“ Aktien, 25% zu Anleihen und 15% zu Rohstoffen²⁵. Allerdings ist das Jacobs/Müller/Weber-Portfolio aufgrund von Rückrechnungen/Backtests optimiert und für unsere Betrachtung deshalb nicht relevant.

Mebane Faber verwendet 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 erscheinen uns als die bessere Ausgangsbasis für unser Weltmarktportfolio.

1.4. 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 Hürde, die eine Assetklasse im Weltmarktportfolio überschreiten muss, um berücksichtigt zu werden, liegt bei 5% am Weltmarktportfolio²⁶. So ist z.B. das Anlagesegment High-Yield Bonds (hochverzinsliche bzw. riskante Anleihen) nicht in unserem Startportfolio vertreten, weil es nach der Untersuchung von Vacchino/Schuller unter dieser Schwelle liegt.

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 sowie Agrar- und Farmland mit Anteilen von jeweils mindestens 15% auf²⁷.

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

²⁴ „Global Market Portfolio“ nach Faber 2015, S. 61-66 mit Verweis auf Credit Suisse Research Institute 2014

²⁵ Das ist die Allokationsbasis für die ARERO-Fonds

²⁶ Bis 2023 betrug die Mindestallokation 2,5%

²⁷ 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.

Anlageklassen Private Equity und Immobilien zugeordnet. Aufgrund von Staatsschuldenkrisen bzw. künftigen Finanzierungsbeschränkungen, wie auch aus Nachfragegründen wird Infrastruktur unseres Erachtens dagegen künftig ein wichtiges privatwirtschaftliches Anlagesegment werden. Deshalb wird Infrastruktur bei uns separat als Anlageklasse aufgeführt 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. Neben Infrastruktur sehen wir Agrar- bzw. Farmland und Forst ebenfalls als eigene Anlageklasse. Währungen halten wir aufgrund der Tatsache, dass ein stark diversifiziertes „long-only“ Währungsportfolio keine positive Renditeerwartung hat, weil Gewinne einer Währung durch Verluste anderer Währungen ausgeglichen werden, nicht für eine eigene Anlageklasse²⁸.

Grundsätzlich fokussieren wir uns für den Zugang zu allen Anlageklassen nur auf täglich liquide Instrumente. Damit können Segmente wie Infrastruktur, Immobilien und auch Agrar-/Farmland effizient nur mit Aktienindizes (plus REITs²⁹ bei Immobilien) umgesetzt werden. Aufgrund von sogenannten Roll-Effekten (s. auch Begriffe wie Contango und Backwardation) von Rohstoffderivaten werden auch Rohstoffe über Aktien und nicht – wie üblich – über Derivate umgesetzt³⁰. Für Immobilienaktien/REITs³¹ gibt es Untersuchungen die zeigen, dass die Renditen mittelfristig den zugrunde liegenden Anlageklassen nahekommen. Für Rohstoffaktien und Agrarland/Forst haben wir noch keine vergleichbaren Untersuchungen gesehen³².

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 Anlagesegmenten aber auch die generelle Aktienabhängigkeit des Portfolios erhöht. Das kann sich vor allem in Liquiditäts-Krisen negativ auswirken, wie man am Beispiel von Immobilienaktien und REITs in 2008 feststellen kann: In 2008 war deren Aktienmarktabhängigkeit kurzfristig viel stärker als deren Immobilienmarktabhängigkeit³³. Dieser Effekt ist nachvollziehbar, denn falls Anleger ihre Immobilienquoten kurzfristig reduzieren (oder aufstocken) wollen, geht das mit Immobilienaktien bzw. REITs sehr viel schneller und einfacher als mit illiquiden

²⁸ 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.

²⁹ Real Estate Investment Trust sind meistens steuerbegünstigte Immobilienaktien, t.w. aber auch Investmentfondsartig

³⁰ s. auch Gabriel 2016

³¹ siehe Hoesli/Oikarinen 2012 oder Kroenke/Schindler/Steininger 2013) und Infrastrukturaktien (siehe Towers Watson 2013

³² 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

³³ Wir erwarten, dass börsennotierte Alternatives bei der nächsten Panik bzw. Liquiditätskrise wieder (zumindest kurzfristig) besonders starke Verluste aufweisen können, weil sie anders als nicht-börsennotierte Alternatives schnell verkauft werden können. Durch vergleichbare fundamentale Werte wie bei illiquiden Anlagen sollte jedoch auch künftig eine schnelle Erholung folgen können.

Immobilieninvestments. Das wird berücksichtigt, indem wir die Allokation unseres Weltmarktportfolios zu allgemeinen Aktienindizes geringfügig reduzieren.

Die „Naivität“ unseres Ansatzes zeigt sich in den „glatten“ bzw. grob gerundeten und einander meist ähnlichen Allokationsquoten zu den von uns für relevant gehaltenen Anlagesegmenten. Wir streben keine „genaue“ Abbildung „des“ Weltmarktportfolios an, welches sowieso nicht eindeutig bestimmt werden kann. Wir suchen vielmehr nach einer adäquaten Näherung einer vermuteten Weltmarktanlageallokation.

Die beiden „großen“ Anlageklassen Aktien und Anleihen lassen sich weiter differenzieren. Anleihen unterteilen sich beispielsweise in verschiedene Segmente wie Staats- und Unternehmensanleihen, Asset-Backed Securities/Pfandbriefe und hybride Produkte wie Wandelanleihen oder auch festverzinsliche versus variabel verzinsliche z.B. inflationsabhängige Anleihen.

Anleihen wurden einige Zeit lang teilweise negativ verzinst. Da wir ein Renditeportfolio erstellen, werden Anlagesegmente, die keine positive Realrendite erwarten lassen, anfangs nicht ins Startportfolio aufgenommen³⁴. Da wir ohne Prognosen arbeiten, bezieht sich unsere Analyse auf aktuelle Daten. Deshalb wurden Staatsanleihen entwickelter Länder mit geringen Restlaufzeiten nicht ins Startportfolio aufgenommen, weil wir für diese negative Yields-to-Maturity annahmen.

Die Wahl des Weltmarktportfolios als Startportfolio und die hier genannten Modifikationen sind nicht annahmefrei. Allerdings verwenden wir weder Punkt- noch Bandbreitenprognosen für irgendwelche konkreten Zeitpunkte bzw. Zeitabschnitte in der Zukunft³⁵. Damit arbeiten wir regelbasiert und komplett prognosefrei. Außerdem sind wir im Gegensatz zu den meisten sogenannten quantitativen Investoren möglichst einfach in der Allokation und weitgehend transparent.

Während Mischfonds, aber auch viele sogenannte Multi-Asset bzw. vermögensverwaltende Produkte, überwiegend hochkapitalisierte Aktien und Staats- und Unternehmensanleihen aus Industrieländern im Portfolio haben, sind bei Faber 8 unterschiedliche Anlagesegmente vertreten. Alternative Anlagen sind bei Faber jedoch nur in Form von 5% US-Immobilienaktien bzw. REITs enthalten. Vacchino/Schuller weisen dagegen einen Anteil von fast 50% in Private Equity, Immobilien und Agrarland aus. Mit unserer 30% Start-Allokation (2016) zu diesen „alternativen“ Segmenten liegen wir im Vergleich zu den anderen Studien am oberen Ende der Allokationen. 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%).

In den Folgejahren wurden aufgrund neuer Publikationen zum Weltmarktportfolio³⁶ und aufgrund von Performanceentwicklungen der einzelnen Anlagesegmente Adjustierungen der Allokation

³⁴ Für reine Anleiheportfolios können Ausnahmen gemacht werden

³⁵ Prognosen sollten so präzise sein, dass sie falsifizierbar sind.

³⁶ Von Gadzinski, Schuller und Vacchino von 2018 und 2021

vorgenommen. Da Großanleger typischerweise regelmäßig auf ihre strategischen Allokationen rebalancieren und private Anleger für gewöhnlich nicht rebalancieren, haben wir in den meisten Fällen nur die Hälfte der Performanceveränderungen angesetzt. Für 2023 besteht die Allokation des Weltmarktportfolios zu ca. 42% aus Aktien (inklusive Private Equity) und zu 19% aus Immobilien, Infrastruktur und Rohstoffen, während Anleihen ca. 39% ausmachen.

1.5. Strukturierte und nachvollziehbare Index- und ETF-Selektion

Die Umsetzung der Allokation soll möglichst repräsentativ erfolgen. Nach der Asset-Allokation ist deshalb idealerweise eine Indexselektion erforderlich, denn für fast alle Anlagesegmente gibt es unterschiedliche Indizes³⁷, 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? Es gibt mehr als 3 Millionen Indizes weltweit³⁸, wobei in unserem Startjahr 2015 „nur“ ca. tausend ETFs für deutsche Anleger geeignet sind³⁹. Zu Ende 2020 gibt es schon fast zweitausend grundsätzlich geeignete ETFs.

Weil es vielmehr Indizes als ETFs gibt und aufgrund der zahlreichen weiteren wichtigen ETF-Selektionskriterien, welche die ETF-Auswahl bestimmen, wird auf die Ebene der vorgelagerten systematischen Indexselektion verzichtet und direkt auf Ebene der ETFs selektiert. Indexunterschiede werden dabei selbstverständlich berücksichtigt⁴⁰.

Wir setzen für traditionelle Multi-Asset Portfolios in erster Linie ETFs, also börsennotierte (Index-) Fonds ein. Für besonders verantwortungsvolle Portfolios nutzen wir dagegen Aktien als Einzeltitel. Ersteres 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 meist nur für den jeweiligen Fondsiniciator („Spezialfonds“) zugänglich oder haben als institutionelle „Publikumsfonds“ hohe Mindestinvestitionssummen, so dass sie für unsere an typischen Privatkunden orientierte Analyse nicht berücksichtigt werden.

Grundsätzlich zielen wir darauf ab, Instrumente zu nutzen, mit denen sich die angestrebte Asset Allokation möglichst gut umsetzen lässt und die dafür keine anderen gravierenden Nachteile (wie übermäßige Kontrahentenrisiken) mit sich bringen.

³⁷ s. Söhnholz 2012, S. 14

³⁸ Siehe [Home - Index Industry Association](#)

³⁹ Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities (UCITS), Vertriebszulassung in Deutschland und Steuertransparenz

⁴⁰ Das gilt besonders für die verantwortungsvollen ETF-Portfolios für die (anders als für die breit diversifizierten Weltmarktportfolios) besonders „strenge“ Indizes in Bezug auf ESG Anforderungen genutzt werden sollen

ETF-Änderungen in den Portfolios erfolgen typischerweise im Rahmen unserer Jahresprüfungen.

1.6. Keine standardisierte Währungsabsicherung

Unsere Portfolios sind in der Regel globale Portfolios, d.h. Währungsentwicklungen, besonders die vom US-Dollar, können wichtig sein. Währungen können in den Verhältnissen untereinander stark schwanken und damit Portfolios erheblich beeinflussen. Verlässliche 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 (d.h. 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 für den Euro-Anleger künftig US-Dollar oder Euro-Anleihen attraktiver sein werden. Unsere Anleiheallokationen werden deshalb typischerweise ebenfalls nicht währungsgesichert⁴¹. Das unterscheidet uns von anderen Ansätzen, bei denen oft zumindest die Anleihen in den Portfolios währungsgesichert werden.

1.7. „Verantwortungsvolles“ Investieren und neuartiges FutureVest ESG ETF Global Portfolio

Außer dem Weltmarktportfolio entwickeln wir weitere systematisch-prognosefreie Portfolios, insbesondere solche mit Fokus auf sozial und ökologisch gute Anlagen mit guter „Governance/Unternehmensführung“.

Es gibt zahlreiche Begriffe für Investments, die nicht ausschließlich gewinnorientierte Ziele haben. Für vor allem ökologisch orientierte Investments wird auch von nachhaltigen Kapitalanlagen gesprochen und für sozial orientierte auch von Socially Responsible Investments (SRI). Durch religiöse Normen geprägte Kapitalanlagen werden oft auch als „ethisch“ bezeichnet. Auch die relativ weiten und unbestimmten Begriffe „verantwortliche“ oder „verantwortungsvolle“ (responsible investments bzw. RI) Kapitalanlagen werden genutzt. Durchzusetzen scheint sich aber die Bezeichnung ESG-Investments (Environment, Social, Governance) für Anlagen, die besonderen Wert auf ökologische, soziale und Unternehmensführungsqualität legen⁴².

Zahlreiche Untersuchungen haben gezeigt, dass Anleger bei verantwortungsvollen Geldanlagen in der Regel langfristig weder auf Rendite verzichten noch zusätzliches Risiko in Kauf nehmen müssen⁴³. Wir erwarten deshalb, dass Investments nach solchen Kriterien künftig noch wichtiger

⁴¹ Ausnahme ist das FutureVest ESG ETF Bonds Euro Portfolio

⁴² Details siehe. Söhnholz/Frank 2018

⁴³ Vgl. Whelan et al. 2020

werden. Für institutionelle Investoren wird bereits seit einiger Zeit darüber diskutiert, ob diese nicht sogar eine Pflicht zur Berücksichtigung von ESG-Kriterien haben⁴⁴.

Also spricht nichts dagegen und viel dafür, solche Portfolios umzusetzen. Allerdings finden sich zum Portfoliostart 2015 noch nicht für alle von uns selektierten Anlagesegmente passende „ESG“ ETFs bzw. die angebotenen ETFs erfüllen nicht unsere strengen Selektionsanforderungen⁴⁵. 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 unterscheiden 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 Konzept⁴⁶.

In 2015 waren erst sehr wenige nachhaltige Anleihe-ETFs verfügbar, so dass unsere Allokation in Anleihen zum Start lediglich 25% betrug. Staatsanleihen nutzen wir für unsere nachhaltigen Portfolios nicht, weil Staaten zahlreiche typischerweise als nicht-nachhaltig eingeschätzte Aktivitäten wie zum Beispiel die Förderung fossiler Brennstoffe, Atomkraft oder Waffenexporte fördern. Seit Anfang 2019 konnten wir als Ersatz dafür einen ESG-ETF mit Anleihen institutioneller Entwicklungsinstitutionen aufnehmen. Der erste nachhaltige ETF für alternative Anlagen, nämlich für Immobilien, war jedoch erst für die 2020er ESG ETF Portfolios verfügbar.

1.8. Wissenschaftliche Basis

Wir versuchen, wissenschaftliche Forschungen, aber auch Research aus der Praxis zu verfolgen und sofern es sinnvoll ist, zu berücksichtigen⁴⁷. Unsere Portfolios sind aber nicht direkt aus einer allgemeinen wissenschaftlichen Theorie oder einem allgemeinen Modell ableitbar.

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

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

⁴⁴ vgl. UNEP 2015

⁴⁵ siehe <http://prof-soehnholz.com/verantwortungsvolle-investments-im-vergleich-sri-etfs-sind-besser-als-esg-etfs/>

⁴⁶ S. Söhnholz/Frank 2018

⁴⁷ Siehe dazu Beiträge auf www.prof-soehnholz.com

2. ETF- Portfolios: Asset Allokation, Index- und ETF-Selektion

2.1. Asset Allokation des Weltmarktportfolios (Index ETF Global)

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 allgemeingültige Definition von Assetklassen. Die Abgrenzung von Assetklassen ist oft unklar⁴⁸. Klare Bestimmungen von Anlageklassen zu Beginn einer Asset-Allokation sind deshalb sehr wichtig. Wir gehen von folgenden zu nutzenden Anlageklassen aus:

- Anleihen
- Aktien inklusive Private Equity
- Immobilien
- Rohstoffe
- 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. Anleihen im Weltmarktportfolio

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

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

2.1.3. Keine Asset-Backed Securities im Weltmarktportfolio

⁴⁸ siehe Söhnholz/Rieken/Kaiser 2010, S. 35

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.

2.1.4. Keine Pfandbriefe bzw. Covered Bonds 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.⁴⁹

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.

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

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.

2.1.5. Keine Municipal Bonds 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

⁴⁹ 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 Pfandbriefforderungen eine zweifache Messung der Sicherheiten darstellt. Selbst bei einem hohen Wertverfall der Sicherheiten sollten die Pfandbriefbewertungen deshalb i.d.R. erhalten bleiben. Deshalb sind Pfandbriefe, insbesondere ihre Renditen, ähnlich wie Staatsanleihen.

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 in den USA ebenfalls verfügbar.

Municipal Bonds sind aber außerhalb der USA kaum verbreitet.⁵⁰ Für deutsche Endanleger stehen zudem keine ETFs zur Verfügung, die Municipal Bonds (der USA) abbilden. Auf eine Abbildung im Weltmarktportfolio wird deshalb verzichtet.

2.1.6. Keine High Yield Bonds im Weltmarktportfolio

Der Anteil von High Yield-Anleihen am Weltmarktportfolio ist je nach Messung zwischen 0,5% bis 2% und damit gering. Die Rendite-Risiko-Eigenschaften von High-Yields sind indirekt im Weltmarktportfolio durch die Kombination von Unternehmens- bzw. Staatsanleihen mit Aktien-Allokationen vertreten. Eine explizite Allokation in das High Yield-Segment wird deshalb im Weltmarktportfolio und seinen Ableitungen typischerweise nicht vorgenommen, es sei denn, es handelt sich um reine Anleiheportfolios.

2.1.7. Private Equity im Weltmarktportfolio

Die Höhe der weltweiten Private Equity Anlagen ist besonders schwer zu bestimmen, da Private Equity nicht an Börsen notiert ist und – typischerweise anders als bei Immobilien und Infrastruktur – oft nicht anderweitig veröffentlicht wird. Selbst in großen Industrienationen gibt es für gewöhnlich nur geringe Transparenzpflichten für Personengesellschaften, kleine Unternehmen und nicht-gelistete Aktiengesellschaften. Es ist also davon auszugehen, dass Private Equity tendenziell einen höheren Anteil im Anlageportfolio haben sollte als in einigen der bisher „gemessenen“ Weltmarktportfolios.

2.1.8. Small bzw. Mid-Caps im Weltmarktportfolio

Da für Private Equity nur wenige ETFs zur Verfügung stehen und diese auch konzeptionell nicht unumstritten sind⁵¹, kann der Small bzw. Mid-Cap-Anteil am Weltmarktportfolio gegenüber einigen „gemessenen“ Allokationen erhöht werden, weil Rendite- und Risikotreiber von Private Equity zu einem großen Teil durch eine vergleichbare Illiquiditätsprämie wie bei Small Caps erklärt werden können.

⁵⁰ Das würde nicht gelten, wenn diese mit quasi-staatlichen Anleihen vergleichbar wären (z.B. KfW-Anleihen, Landesbank-Bonds, etc.)

⁵¹ Listed Private Equity kann sehr heterogene Fonds, Dachfonds, Fondsmanagement- und Holdinggesellschaften umfassen

2.1.9. Rohstoffe im Weltmarktportfolio

Nicht alle Rohstoffe werden durch Handel an Börsen global gepreist bzw. direkt investierbar. In manchen Messungen von Weltmarktportfolios sind sie gar nicht vertreten.⁵² 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. Eine Möglichkeit der Bestimmung des aktuellen Preises und damit auch der Marktkapitalisierung des Rohstoffs ist daher mit großen Schwierigkeiten verbunden.

Wenn Rohstoffe durch Aktien oder ganze Aktiensegmente abgebildet werden, sollte die Abhängigkeit der jeweiligen Aktie/des jeweiligen Aktiensegments berücksichtigt werden. Öl ist typischerweise der am stärksten in Rohstoffindizes vertretene Rohstoff. Ölunternehmen kann man nach Upstream-, Midstream- und Downstream-Fokus oder auch 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.

2.1.10. Immobilien im Weltmarktportfolio

Immobilien werden von Privatanlegern meistens direkt als Eigenheim oder zur Vermietung erworben. Institutionelle Anleger beteiligen sich ebenfalls direkt an Immobilien bzw. Immobilienprojekten, traditionell jedoch mit dem Schwerpunkt Büro, 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. Für das Weltmarktportfolio werden deshalb nur Immobilienaktien- und REIT-ETFs berücksichtigt. Sogenannte Mortgage-REITS werden nicht berücksichtigt, weil sie keine Sachwerte repräsentieren.

2.1.11. Infrastruktur im Weltmarktportfolio

Anders als in den meisten uns bekannten Untersuchungen zur weltweiten privaten Kapitalanlage wird Infrastruktur als Anlageklasse ins Weltmarktportfolio aufgenommen. Bei Infrastruktur

⁵² In Doeswijk, Lam und Swinkels (Januar 2014) – „The Global Multi-Asset Market Portfolio 1959-2012“ spielen Rohstoffe keine Rolle

handelt es sich um eine sehr große Anlageklasse mit Charakteristika, die sich von anderen Anlageklassen, auch Immobilien und Anleihen, unterscheidet⁵³.

Infrastruktur taucht in Studien zu Weltmarktportfolios unseres Erachtens deshalb nicht auf, weil sie bisher überwiegend öffentlich finanziert wurde. Voraussichtlich 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.

2.1.12. Keine weiteren Anlagesegmente im Weltmarktportfolio

Weitere mögliche Anlagesegmente für das Weltmarktportfolio wären verbrieftete Forderungen, wie z.B. Insurance-Linked Securities (u.a. Cat-Bonds). Das geringe Volumen dieser und anderer Alternatives-Anlagesegmente (ab 2023 <5% an der Weltkapitalanlage) sowie die fehlende Investmentmöglichkeit über ETFs führen dazu, dass diese bis auf Weiteres nicht berücksichtigt werden.

2.1.13. Zusammenfassung

Für unser Weltmarktportfolio orientieren wir uns vor allem an den Analysen von Doeswijk/Lam/Swinkels bzw. Gadzinski/Schuller/Vacchino. Wir berücksichtigen allerdings auch einige andere Untersuchungen⁵⁴.

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

Anlagesegment	Diversifikator 2016 ⁵⁵	Soehholz ESG 2021	Soehholz ESG 2024

⁵³ Siehe z.B. Norges Bank Investment Management 2013

⁵⁴ S. vorherige Erklärungen

⁵⁵ Vorläufer der Soehholz ESG GmbH

Staatsanleihen	20%	15%	13%
Inflationsgeb. Anleihen	5%	5%	5%
Unternehmensanleihen	20%	23%	20%
Immobilien	10%	11%	10,5%
Rohstoffe/Agrar-land/Forst (Reduktion ab 2017 wegen neuer Studien und 2023 wegen Mindestallokation <2,5%/Segment)	10%	4%	6%
Infrastruktur (Erstallokation geschätzt)	5%	5%	5,5%
Aktien inkl. Private Equity	30%	37%	40%
	100%	100%	100%

2.1.14. Keine Währungsabsicherung im Weltmarktportfolio

Die uns vorliegenden Schätzungen des realen Weltmarktportfolios sind ausschließlich in US-Dollar denominated. 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.⁵⁶ Alleine in dem 1-Jahreszeitraum von März 2014 bis Frühjahr 2015 hat sich der Anteil der US-Assets am Weltmarktportfolio nur durch Wechselkursbewegungen um fast 10 Prozentpunkte erhöht.

Ein Großteil der existierenden Studien zum Thema Währungsabsicherung kommt zum Schluss, dass eine Währungsabsicherung in einem langfristig orientierten währungsdiversifizierten Portfolio aufgrund sehr hoher Kosten nicht zu empfehlen ist.

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 unser Weltmarktportfolio nicht, denn darin sind explizit nur renditeorientierte Marktsegmente vertreten.

⁵⁶ Insbesondere, wenn angenommen wird, dass diese nochmals geographisch unterteilt sind.

2.2. ETF-Selektion für das Weltmarktportfolio bzw. Index ETF Global Portfolio der DWPT⁵⁷

2.2.1. Index-Selektion für das Weltmarktportfolio

Im Idealfall müsste der Assetklassen-Selektion eine Indexselektion folgen und erst in der dritten Stufe eine ETF-Selektion. Wir verzichten auf die Stufe der Indexselektion, weil es Millionen von potenziellen Indizes⁵⁸ ohne dazu passende Fonds gibt.

Ausgangsbasis der Strategischen Asset Allokation (SAA) ist das oben beschriebene Weltmarktportfolio. Das Weltmarktportfolio setzt sich aus den Kapitalisierungen aller Anlageklassen zusammen. Durch die Nutzung dieser Allokation werden keine Prognosen für Rendite- oder Risiko- oder Korrelationserwartungen für Anlagesegmente benötigt und es werden keine Optimierungen zur Portfoliozusammenstellung unternommen. Der Hauptgrund für die Verwendung des Weltmarktportfolios ist das Fehlen eines anderen, dauerhaft überlegenen Allokationskonzepts als Ausgangsbasis⁵⁹.

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 abbilden⁶⁰.

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

⁵⁷ Das Index ETF Global Portfolio Portfolio der DWPT entspricht dem implementierten Weltmarktportfolio

⁵⁸ Vgl. Home - Index Industry Association

⁵⁹ Man kann so genannte Pseudo-Optimierungen selbst umsetzen. Dazu gibt es unter www.portfoliovisualizer.com unter der Überschrift Portfolio-Optimizer fünf verschiedene Optimierungsmodelle. Je nach Modell und auch nach den genutzten Prognosen für Renditen, Risiken und Korrelationen können sehr unterschiedliche optimierte Allokationen erzeugt werden. Wenn man sich nicht auf spezifische Prognosen festlegen möchte, kann man sogar Simulationen selbst erzeugen mit dem ebenfalls zur Verfügung stehenden Monte-Carlo Simulationstool. Bei der Nutzung muss man sich entscheiden, ob man lieber mit historischen, statistischen, prognostizierten oder parametrisierten Daten arbeiten möchte. Außerdem können vier verschiedene „Withdrawal“ bzw. Auszahlungsmodelle gewählt werden. Das Ergebnis der verschiedenen Optimierungen wird zudem stark durch Restriktionen bestimmt, die man für minimale und maximale Allokationen zu einzelnen Anlagesegmenten nutzt.

⁶⁰ Für verantwortungsvolle ETF-Portfolios dagegen werden ETFs auf Basis besonders „strenger“ Indizes selektiert, also Indizes mit weniger Bestandteilen vorgezogen

möglichst breit diversifiziert abzudecken, was dazu führen kann, dass einzelne illiquide Marktsegmente gar nicht im liquiden Weltmarktportfolio vertreten sind.

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

2.2.2. Vorgehen bei der ETF-Selektion

Im ersten Schritt wird eine Liste aller ETFs erstellt, die UCITS konform sind, zum Vertrieb in Deutschland zugelassen sowie in EUR an einer deutschen Börse⁶¹ handelbar sind. Jedem Anlagesegment, das Bestandteil eines Portfolios werden kann⁶², werden ETFs zugeordnet. Die Zuordnung richtet sich nach den Indizes, die die ETFs nachbilden. Die Zuordnung unterscheidet 3 Gruppen von ETFs: Traditionelle Portfolios, diversifizierte nachhaltige Portfolios und SDG-kompatible ETF-Portfolios:

- 1) Beim Index ETF Global wird nur ein Index je Anlagesegment ausgewählt⁶³ nach den folgenden Kriterien:
 - a. Bei Abbildungen von typischen direkt börsengehandelten Anlagesegmenten⁶⁴ wird der Index ausgewählt,
 - i. mit der möglichst höchsten Diversifikation (maßgeblich Anzahl der Titel) innerhalb eines möglichst homogenen Anlagesegmentes,
 - ii. dessen Gewichtung, die der Gewichtung im Weltmarktportfolio entspricht oder nahekommt (Marktkapitalisierung)
 - iii. und der am besten die Marktkapitalisierung innerhalb der eigenen und gegenüber anderen Anlagesegmenten repräsentiert.⁶⁵
 - b. Bei Abbildung von typischerweise illiquiden Anlagen⁶⁶ wird der Index ausgewählt,
 - i. der eine möglichst genaue und konzentrierte Abbildung der Allokation darstellt
 - ii. und eine möglichst geringe Überschneidung mit den im Portfolio vertretenen liquiden Anlagesegmenten aufweist.
 - c. Gibt es mehrere ETFs, die den selektierten Index zur Grundlage haben, wird der ETF nach den folgenden Kriterien in dieser Reihenfolge ausgewählt:

⁶¹ Nur Frankfurt und München werden berücksichtigt

⁶² Für diversifizierte ETF-Portfolios werden Anlagesegmente des Weltmarktportfolios, die mindestens 5% Allokation erreichen, berücksichtigt. Rohstoffe werden nicht berücksichtigt. Für SDG ETFs erfolgt die Zuordnung anhand von verfügbaren unterschiedlichen Themen/Marktsegmenten „Bottom-Up“.

⁶³ Diese Auswahl wird jährlich um neue Indizes aktualisiert, wenn neue ETFs identifiziert werden, die für das Portfolio in Frage kommen und die auf einem neuen oder stark modifizierten Index basieren.

⁶⁴ Aktien und Anleihen

⁶⁵ Hiermit ist gemeint, dass die Marktkapitalisierungen innerhalb der Anlagesegmente und zu allen anderen Anlagesegmenten eingehalten werden sollten. Das ist relevant, wenn es Überschneidung von Bestandteilen bei ETFs innerhalb einer Anlageklasse gibt (z.B. S&P 500 und Russell 1000) und wenn von Marktkapitalisierungsgewichtungen abgewichen wird.

⁶⁶ Immobilien, Infrastruktur, Private Equity, Forst- und Agrarland, Rohstoffe

- i. Synthetische Umsetzung des ETFs bevorzugt gegenüber physischer
 - ii. Thesaurierende ETFs/Anteilsklassen werden ausschüttenden bevorzugt
 - iii. Eine niedrigere Kostenquote (TER) ist bevorzugt⁶⁷
- 2) Allen Ziel-Anlagesegmenten der ESG ETF-Portfolios werden jeweils alle Indizes zugeordnet, die man zum jeweiligen Anlagesegment zählen kann, unabhängig von der Gewichtungsmethodik, Faktorabhängigkeiten oder ähnlichen Merkmalen. Aus dieser Liste werden alle Indizes eliminiert, deren Best-in-Universe E-, S-, oder G-Score des primären Ratinganbieters kleiner als 50 ist. Die verbleibenden Indizes werden in eine Rangfolge gebracht. Der Index mit dem höchsten ESG-Score steht oben. Sollte mehrere Indizes gleiche Mittelwert-Scores haben, wird als zweites Kriterium der höchste Minimum-Wert der einzelnen E-, S- und G-Scores angewendet.

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

- a) Nach Artikel 9 der Offenlegungsverordnung (SFDR) zulässig, wenn verfügbar. Ansonsten mind. Artikel 8.⁶⁸
- b) Währungsgesicherte ETFs werden nicht berücksichtigt. Ausnahme ist das Sicherheitsportfolio FutureVest ESG ETF Bonds (EUR), für das nur EUR ETFs (für Fremdwährungsanlagen gehedget) zugelassen sind.
- c) Für Sicherheitsportfolios muss der jeweilige ETF eine Risikoklasse (SRRI) von 3 oder niedriger aufweisen.
- d) Gibt es mehrere ETFs, die den selektierten Index zur Grundlage haben, wird der ETF nach den folgenden Kriterien in dieser Reihenfolge ausgewählt:
 - i. Thesaurierend bevorzugt vor ausschüttend (Bei den Anleihe-ETF Portfolios umgekehrt)
 - ii. Niedrigere Kostenquote (TER)

⁶⁷ In einem institutionellen oder „perfekten“ Setup, bei dem alle ETF-Handelswege, Market Maker und Börsen zur Verfügung stehen, würde ein Kostenvergleich nicht nur die TER umfassen, sondern die impliziten Kosten des Handels, so dass ein Ranking anhand der tatsächlichen Kosten erfolgen kann, die mit dem Kauf, Halten und Verkauf einhergehen. Bei Endanlegern spielt dieser Kostenvergleich keine Rolle, da die Einschränkungen durch den Abwicklungsweg (Depotbank, Börsen, meist kein Zugang zum Direkthandel/Market Maker) und auf Grund fehlender alternativer Umsetzungen (z.B. über Direktkauf der Underlyings oder alternative Vehikel zu ETFs) derart groß sind, dass ein Kostenvergleich, der diese Einschränkungen nicht berücksichtigt, zu keiner brauchbaren Handlungsempfehlung führen kann. Deshalb wird von einem NAV-Handel ausgegangen, da dieser die neutralste Form des Pricings darstellt. Auf dieser Basis kann nur der TER als Kostenbestandteil zum Vergleich herangezogen werden. Implizit wird damit angenommen, dass alle Anbieter den entsprechend gleichen unterliegenden Index - nach Berücksichtigung von Unterschieden bei der Replikation - gleich gut abbilden können. Diese Annahme wird getroffen, da die Abweichung zum Index (Tracking Error und Differenz) im Ermessen des jeweiligen Emittenten liegt bzw. im Zeitablauf schwankt. Vertriebspolitische Gründe, eine Verbesserung des technischen Setups, bilanzielle Eigenheiten des Emittenten und weitere Faktoren können hierauf einwirken. Ein Fortschreiben einer vergangenen Performance des jeweiligen ETFs zum Index und zur Konkurrenz ist daher keine optimale Vorgehensweise, um ETFs in eine Rangfolge zu bringen zu stellen, so dass hierauf verzichtet wird.

⁶⁸ Stand für die Startselektion für 2024 ist die Klassifikation durch die jeweiligen Anbieter zum 31.12.2023.

iii. Physisch statt synthetisch replizierend

Findet sich kein Index/ETF bei einem Anlagesegment, wird geprüft, ob dieses mit einem anderen Segment zusammengelegt werden kann⁶⁹. Entfällt ein Anlagesegment, weil es keinen Index/ETF gibt, der alle Kriterien erfüllt⁷⁰ und kann es mit keinem Anlagesegment zusammengelegt werden, wird die Allokation pro Rata auf die anderen Anlagesegmente aufgeteilt.

- 3) Für das FutureVest ETF SDG Portfolio, dessen Allokationen sich, anders als die beiden vorherigen Kategorien, nicht aus der Weltmarktkapitalisierung ableiten lässt, sondern das gleichgewichtet wird, erfolgt die Selektion Bottom-Up. Es werden nur Indizes berücksichtigt, die möglichst vereinbar mit den Nachhaltigen Entwicklungszielen der Vereinten Nationen (UN SDG) erscheinen und für die Art. 9 ETFs verfügbar sind. Für diese Indizes sollen mindestens 40% „SDG Revenue Alignment“ erreicht werden. Zusätzlich muss der ESG-Score mindestens 50 sein.

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

- a) Die durchschnittliche Marktkapitalisierung der im ETF enthaltenen Titel muss 15 Mrd. EUR unterschreiten
- b) Die größte Allokation zu einem Land, das sich nicht innerhalb der Top 40% nach Rule of Law (siehe Aktienregeln) befindet, darf 5% im ETF nicht überschreiten
- c) Gibt es mehrere ETFs, die den selektierten Index zur Grundlage haben, wird der ETF nach den folgenden Kriterien in dieser Reihenfolge ausgewählt:
 - i. Thesaurierend bevorzugt vor ausschüttend
 - ii. Niedrigere Kostenquote (TER)
 - iii. Physisch statt synthetisch

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

2.2.3. ETF-Selektionsänderungen der letzten Jahre

Für die ETF-Selektion für 2022 haben erstmals das Nachhaltigkeitsfondsrating von Clarity.ai genutzt. Der Hauptvorteil ist, dass wir damit auch für ETFs grundsätzlich einzeltitelbasierte separaten Umwelt-, Sozial- und Governanceratings nutzen können. Außerdem sind wir nicht mehr auf die nicht immer eindeutigen Nachhaltigkeitsklassifikationen von ETF-Anbietern angewiesen und können auch ETFs berücksichtigen, die von der Bezeichnung her nicht als nachhaltig

⁶⁹ Z.B. Immobilien Europa und Immobilien USA werden zu Immobilien Welt.

⁷⁰ Ausnahme sind nur Indizes/ETFs für Anleihen multilateraler Entwicklungsbanken, weil es für diese keine Indizes mit entsprechenden BiU Mindestwerten gibt.

gekennzeichnet sind. Der Nachteil in 2022 war, dass wir nur ein Best-in-Class Rating nutzen können und nicht den von uns vorgezogenen Best-in-Universe Absatz⁷¹. Für 2023 können steht auch ein Best-In-Universe Rating zur Verfügung. Dabei nehmen wir für nicht-vorhandene Daten eine Raterfüllung von 25% an, also besser als 0 (kein Reporting) und schlechter als 50 (Branchenstandard). Ein Nachteil unseres ESG-Rating-basierten Ansatzes ist, dass wir aktivitätsbasierte Ausschlüsse nicht mit vertretbarem Aufwand für die ETF-Selektion berücksichtigen können.

Ab Januar 2023 sind nur noch ETFs für die diversifizierten Nachhaltigkeitsportfolios zugelassen, bei denen das E, S und G Best-in-Universe Rating zum Selektionszeitpunkt bei mindestens 50 liegt. Grundsätzlich wird der ETF mit dem höchsten E, S oder G Durchschnittsrating (ab 2023) selektiert. Portfolioabhängig sollen zusätzlich weitere Kriterien erfüllt werden wie Währungsmanagement und Ausschüttungsart. Sofern mehrere ETFs alle hier aufgeführten Kriterien in gleichem Maße erfüllen, wird der ETF mit der niedrigsten Total Expense Ratio (TER) selektiert.

Ab 2024 sollen nur noch ETFs in den SDG ETF-Portfolios vertreten sein, die zum Selektionszeitpunkt von ihren Anbietern nach Artikel 9 der Offenlegungsverordnung (SFDR) klassifiziert werden⁷².

2.2.4. Annahmen, Adjustierungen, Sonderfälle und Abweichungen

2.2.4.1. Rohstoff-ETFs

Rohstoffe werden nicht direkt im Weltmarktportfolio implementiert, da diese physisch und damit nicht liquide abzubilden wären. Auf eine Abbildung mit Futurekontrakten bzw. mit Vehikeln, die Futurekontrakte zur Grundlage haben, wird ebenso verzichtet, da sogenannte Rolleffekte die Rendite von Rohstoffen verzerren können. 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 ETF⁷³ verwendet, der Unternehmen umfasst, deren Geschäftsmodell und damit die Wertentwicklung der Aktien eine positive Abhängigkeit von der Ölpreis-Entwicklung aufweisen. Auf rein qualitativer

⁷¹ Beim Best-in-Class Ansatz werden Unternehmen innerhalb von Klassen geratet, wie traditioneller Energie. Beim Best-in-Universeansatz werden alle Unternehmen klassenübergreifend miteinander verglichen

⁷² Da sich diese Klassifizierungen im Laufe der Zeit ändern können, sind nicht alle nachhaltigen ETF-Modellportfolios jederzeit zu 100% kompatibel mit dem Artikel 9 SFDR. Für Geschäftspartner bieten wir eine laufenden Überwachung und Ersatzvorschläge an.

⁷³ 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

Ebene wurden Öl und Gas fördernde Unternehmen, sogenannte Upstream-Unternehmen, als diejenigen ausgewählt, die den höchsten Gleichlauf zur Preisentwicklung der zugrundeliegenden Rohstoffe haben sollten.

Analog zum Energiesegment wird auch der Rohstoffbereich „Metalle oder allgemeine Grundstoffe“ über einen Aktien-ETF abgebildet. Dieser umfasst Unternehmen, die eine positive Abhängigkeit von der Preisentwicklung der Grundstoffe haben. Zum Start des Portfolios wird ein ETF⁷⁴ selektiert, der europäische sogenannte Basic Resources-Aktien umfasst. Aufgrund der Mindestanforderung von 5% Allokation ab 2023 sind keine separaten Metall-Rohstoff-ETFs mehr im Portfolio vertreten.

2.2.4.2. Private Equity-ETFs

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

Die Aktien einiger Private-Equity Manager⁷⁵ sind börsennotiert und werden bspw. im ETF auf den LPX Major Market Index abgebildet.⁷⁶ Einer der Hauptrenditetreiber ist mittel- bis langfristig die Entwicklung der Investments, da über den Carried Interest⁷⁷ partizipiert wird. Jedoch können operationelle Risiken des Managers, wie z.B. eine fortlaufende Management-Fee etc. zu Abweichungen der Rendite des Anlagesegementes führen.

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

2.2.4.3. Agrarland-ETFs

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

⁷⁴ ComStage STOXX Europe 600 Basic Resources NR UCITS ETF, ISIN: LU0378435472

⁷⁵ Oder Sponsor genannt

⁷⁶ db x-trackers LPX MM® PRIVATE EQUITY UCITS ETF 1C, ISIN: LU0322250712

⁷⁷ Erfolgsabhängige Vergütung für die Managementgesellschaft

Anlagesegment ab 2017 nicht mehr in den Weltmarktportfolios vertreten, weil es unter die kritische Grenze von 2,5% gefallen ist.

2.3. FutureVest ESG ETF Global Portfolio

Ziel des FutureVest ESG⁷⁸ ETF Global Portfolios ist die Umsetzung einer globalen Asset Allokation, die am Weltmarktportfolio ausgerichtet und möglichst nachhaltig ist⁷⁹. Zum Startzeitpunkt des ersten derartigen Portfolios in 2015 gab es keine ESG-ETFs für Staatsanleihen, Immobilien, Infrastruktur, Agrar-/Farmland oder Rohstoffe. Deshalb bildeten 2015 nur Aktien- und Unternehmensanleihen die Grundgesamtheit des Portfolios.

Seit einiger Zeit werden ESG-Staatsanleihe-ETFs angeboten. Da Staaten aber viele Aktivitäten finanzieren, die auf Ausschlusslisten nachhaltiger Anleger stehen, 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.

Ende 2020 wurden ein globaler Immobilienaktien-ETF sowie ein nachhaltiger Infrastrukturaktien-ETF hinzugefügt. Da für 2023 kein Infrastruktur-ETF gemäß Artikel 9 zur Verfügung steht, bleibt das Anlagesegment für dieses Jahr unbesetzt. Aufgrund mangelnder Anzahl von Artikel 9 ETFs⁸⁰ wurde diese Anforderung für die ESG-ETF Portfolios 2024 auf Artikel 8 geändert.

Die detaillierten Regeln sind im Kapitel „Vorgehen für die ETF-Selektion von ETF-Portfolios“ aufgeführt. Berater und Anleger sollten sich die einzelnen Positionen solcher „verantwortungsvollen“ ETFs ansehen, um einen Eindruck davon zu bekommen, wie streng solche Portfolios sind.

2.4. Neue ETF-Portfolios 2020: FutureVest ESG ETF Global Ex Bonds (Trend, Income⁸¹) und FutureVest ESG Bonds (Multi Währung, Euro)

Anfang 2020 wurden mehrere neue ETF-Portfolios für die Deutsche Wertpapiertreuhand entwickelt. Dazu gehört das FutureVest ESG ETF Global ex Bonds. Das Portfolio entspricht dem FutureVest ESG ETF Global ohne Anleihe-ETFs. Das FutureVest ESG ETF Bonds Multi-Währung beinhaltet nur die Anleihesegmente des FutureVest ESG ETF Global Portfolios und das

⁷⁸ ESG steht für Environmental, Social, Governance und wird hier weit definiert verstanden im Sinne verantwortungsvoller Investments. Eine detaillierte Definition findet sich in Söhnholz/Frank 2018

⁷⁹ Für die Beurteilung, was streng nachhaltig ist siehe die Definition weiter unten und auch Söhnholz/Frank 2018.

⁸⁰ Seit der Selektion für das ESG ETF-Portfolio 2023 wurden einige Artikel 9 ETFs auf Artikel 8 herabgestuft

⁸¹ Trend- und Income sind seit 2024 keine Kernportfolios mehr

FutureVest ESG ETF Bonds Euro nur die in Euro denominierten oder die mit einem Euro-Hedge verfügbaren Anleihe-segmente des ESG ETF Global Portfolios:

Mit dem **FutureVest ESG ETF Global ex Bonds** wird (ausschließlich) die Verteilung der Aktien- und Alternativesinvestments aller Anleger weltweit mit zuerst 6 „verantwortungsvollen“ ETFs nachgebildet⁸². Das Portfolio hatte zunächst einen relativ geringen Anteil an (europäischen) Immobilienaktien („Alternatives“) als Ersatz für illiquide Anlagen, weil es auch Ende 2019 noch keine weiteren alternativen nachhaltigen ETFs gibt. Ende 2020 kam ein globaler Immobilienaktien-ETF hinzu.

Das **FutureVest ESG ETF Global Bonds Multi-Währung** nutzt nur die Anleihe-segmente des FutureVest ESG ETF Global Portfolios, die grundsätzlich wie beim Weltmarktportfolio allokiert werden. Anders als im Index ETF Global werden für Bond-Portfolios zur breiteren Diversifikation auch kurzlaufende Anleihen genutzt. Wie bei den anderen FutureVest ESG ETF Global Portfolios werden ETFs für Anleihen multinationaler Entwicklungsbanken als Ersatz für Staatsanleihe-ETFs genutzt.

Das **FutureVest ESG ETF Global Bonds Euro** nutzt nur die Anleihe-segmente des FutureVest ESG ETF Global Portfolios, für die in Euro denominierte oder gehedgte ETFs zur Verfügung stehen. Anders als im Index ETF Global werden für Bond-Portfolios zur breiteren Diversifikation auch kurzlaufende Anleihen genutzt. Wie bei den anderen FutureVest ESG ETF Global Portfolios werden ETFs für Anleihen multinationaler Entwicklungsbanken als Ersatz für Staatsanleihe-ETFs genutzt.

2.5. Neue ETF-Portfolios 2020: FutureVest ETF Sustainable Development Goals und Kombinationsstrategien

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. Weil wir die Idee gut fanden, haben wir Anfang 2019 die Regeln für ein entsprechendes Portfolio aus ETFs entwickelt.

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

Kein Impact-Index Ansatz

Es ist naheliegend, für ein solches ETF-Portfolio nur Impact-ETFs zu selektieren. Das Problem dabei ist, dass es zum Portfoliostart in Deutschland noch keine derartigen ETFs gab. Zudem sind uns die wenigen öffentlichen Impact-Indizes nicht konsequent genug.

⁸² Zu den Selektionsregeln siehe Futurevest ESG ETF Global

So nehmen z.B. die Impact-Indizes von MSCI Unternehmen auf, die mindestens 50% ihres Umsatzes mit den folgenden Themen machen: Basic Needs, Empowerment, Climate Change, Natural Capital und Governance. Auch unter der Annahme, 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 erzielt werden. Insbesondere ist dabei unklar, ob dieser nicht-kompatible Umsatz sogar schädlich im Sinne der SDG sein kann, z.B. könnten die anderen 50% mit zu viel CO2-Produktion verbunden sein.

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

Branchenbasierter Ansatz

Wir nutzen deshalb nur ETFs, deren Bestandteile ganz überwiegend auf die Erreichung der SDG ausgerichtet sind, obwohl sie nicht unbedingt explizit als Impact- oder SDG-konforme Fonds entwickelt wurden.

Anlegern muss dabei klar sein, dass es sich typischerweise um ETFs mit 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.

Zum Start Fokus auf sieben Marktsegmente bzw. Branchen

Bei der Selektion von Branchen- und Themenfonds haben wir uns an den 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. Nachhaltige Land- und Forstwirtschaft, Erziehung und inklusive Finanzen konnten zumindest anfangs noch nicht mit ETFs abgedeckt werden.

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. Auch das US Pendant dazu wird stark von großen Pharmakonzernen dominiert.

Zudem sind solche Aktien für gewöhnlich bereits über traditionelle Fonds in den Portfolios von Anlegern enthalten. Die Investition in das SDG-fokussierte Portfolio sollte in der Regel nur zu wenigen Überschneidungen mit Portfolios typischer Anleger führen.

Unser Ansatz fokussiert sich daher auf die Selektion von stark spezialisierten Fonds, zum Beispiel solchen, die das Thema Gesundheit vor allem durch den Einsatz neuer Technologien fördern wollen.

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

Der hier skizzierten Branchen- und Themen-Ansatz ließ sich zudem bisher nur mit Aktienfonds umsetzen, denn es gibt noch nicht genügend ähnlich fokussierte Anleihen-ETFs. Anleger können das FutureVest ETF SDG Portfolio aber je nach Risikoneigung mit dem FutureVest ESG ETF Bonds Euro kombinieren.

Zum Start kein ESG/SRI-Portfolio

Wie die bisherigen Überlegungen zeigen, soll das SDG-fokussierte Portfolio ein verantwortungsvolles Portfolio sein. Zum Portfoliostart gab es aber 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 änderte sich ab 2022. Das FutureVest ETF Sustainable Development Goals Portfolio kann trotzdem Wertpapiere enthalten, die in streng nachhaltigen Portfolios ausgeschlossen wären.

Gleichgewichtete Portfoliobildung

Insgesamt haben wir anfangs 13 ETFs gefunden, die unseren SDG-Anforderungen entsprechen. Für das Startportfolio wurden Ende 2019 die sieben Segmente und die jeweils verfügbaren ETFs innerhalb der Segmente gleichgewichtet. Da nachhaltig orientierte Anleger meist keine synthetischen ETFs mögen, werden solche nicht für das Portfolio zugelassen.

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 werden.

Erhebliche Änderungen für 2021 mit ETFs für 10 SDG Ziele

In 2020 sind zahlreiche neue Themen-ETFs auf den Markt gekommen.

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

Anstatt die 7 Marktsegmente aus dem Vorjahr zu übernehmen, können wir nun Themen-ETFs direkt einzelnen der 17 SDG zuordnen. Dabei finden wir ETFs für 10 der 17 SDGs. Nur für die Ziele 1, 2, 8, 10, 15, 16 und 17 konnten wir noch keine passenden ETFs identifizieren.

Einige der SDG-Ziele können wir dabei unterteilen, z.B. Gesundheit in die Bereiche Healthcare und Biotechnologie, SDG 9 in traditionelle und IT-Infrastruktur und SDG 11 in Smart Cities und Immobilien. So kommen wir auf insgesamt 14 Marktsegmente. Aus jedem dieser Segmente haben wir für 2021 einen ETF ausgewählt.

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

FutureVest ETF Sustainable Development Goals 2021: 14 ETFs von 7 Anbietern

Mit diesen Kriterien kommen wir zu einem neuen Startportfolio von 14 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, Biotechnologie, medizinisches Cannabis und Gesundheitswesen. Die 14 Themen-ETFs werden gleichgewichtet in das Portfolio aufgenommen⁸³. Die ETFs kommen von Rize (4), L&G (3), Lyxor (2), ishares (2) sowie mit einem ETF BNP, Credit Suisse und Wisdom Tree. Drei der ETFs nutzen explizit ESG Kriterien. Die ETF-Kosten für das Portfolio liegen bei ca. 0,41% p.a., also unterhalb der Kosten von 2020.

FutureVest ETF Sustainable Development Goals Portfolio 2022

Pro Zielmarktsegment (z.B. europäische Aktien oder Infrastrukturaktien) wird für das FutureVest ETF SDG Portfolio seit Jahresbeginn 2022 erstmals das Nachhaltigkeitsfondsrating von Clarity.ai genutzt (Best-in-Class Ansatz, da ein Best-in-Universe Ansatz nicht zur Verfügung steht). Seitdem sind nur ETFs zulässig, bei denen das E, S und G Rating zum Selektionszeitpunkt bei mindestens 50 liegt. Neu ist auch, dass ETFs mit einer Allokation >10% zu einem unerwünschten Land nach Rule-of-Law nicht zulässig sind. Das betrifft faktisch nur die Allokation zu China in wenigen potenziellen SDG ETFs.

Um Überschneidungen von Portfolios zu reduzieren, sind für SDG-ETF Portfolios nur ETFs mit einer durchschnittlichen Marktkapitalisierung unterhalb der Grenze für Largecaps zulässig, die typischerweise bei ca. 10 Mrd. Euro liegt. Es wird der ETF mit dem höchsten E, S oder G Mindestrating selektiert. Falls mehrere ETFs alle hier aufgeführten Kriterien in gleichem Maße erfüllen, wird der ETF mit der niedrigsten Total Expense Ratio (TER) selektiert.

Durch die explizite Berücksichtigung von ESG-Kriterien verzeichneten die SDG ETF Portfolios die größten Änderungen. Für die Segmente Forst, Mobilität, Erziehung und Gesundheitssegment konnten keine ETFs gefunden werden, welche unsere ESG-Kriterien erfüllten. Diese Segmente bleiben deshalb unbesetzt. Cloud Computing wurde wegen unzureichender SDG-Kompatibilität gestrichen. Insgesamt sind 11 statt vorher 14 ETFs im Portfolio. Dabei wurden vor allem Midcap-fokussierte ETFs selektiert, weil kleinere Unternehmen eher SDG-fokussiert sein können als größere aber auch um Überschneidungen untereinander und mit Basisportfolios von Anlegern gering zu halten.

⁸³ Die Gleichgewichtung bezieht sich bei Kombinationsstrategien nur auf den SDG-bezogenen Aktien ETF Anteil.

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

Pro Zielmarktsegment (z.B. europäische Aktien oder Infrastrukturaktien) wird ab Anfang 2023 auch für das FutureVest ETF SDG Portfolio erstmals das Best-in-Universe Nachhaltigkeitsfonds-rating von Clarity.ai genutzt⁸⁴. Dabei sind nur ETFs zulässig, die ein E, S und G Rating zum Selektionszeitpunkt von mindestens 50 vorweisen können. Neu ist ebenfalls, dass ETFs mit einer Allokation >5% zu einem unerwünschten Land nach Rule-of-Law nicht zulässig sind⁸⁵. Das betrifft faktisch nur die Allokationen zu China und Brasilien in einigen potenziellen SDG ETFs. Seit 2023 sind zudem nur noch nach Artikel 9 klassifizierte ETFs zulässig⁸⁶.

Um Überschneidungen von Portfolios zu reduzieren, sind für SDG-ETF Portfolios nur ETFs mit einer durchschnittlichen Marktkapitalisierung <15 Mrd Euro zulässig⁸⁷, d.h. in der Regel unterhalb der Grenze für Largecaps. Selektiert wird der ETF mit dem höchsten E, S oder G Durchschnittsrating (ab 2023), der weitere Kriterien wie Replikationsmethode (physisch), Währung und Ausschüttungsart, die je nach Geschäftspartner unterschiedlich sein können, erfüllt⁸⁸. Sofern mehrere ETFs alle hier aufgeführten Kriterien in gleichem Maße erfüllen, wird der ETF mit der niedrigsten Total Expense Ratio (TER) selektiert. In Bezug auf das Gesamtportfolio wird darauf geachtet, dass keine Aktie mehr als zweimal unter den 5 Top Positionen vertreten ist (detaillierte Regeln siehe 2.2.2.).

FutureVest ETF SDG Portfolio 2024: 7 ETFs von 3 Anbietern

Im Laufe des Jahres 2023 wurden viele Artikel 9 ETFs auf Artikel 8 herabgestuft. Das führt zu erheblichen Änderungen in 2024. Das Portfolio 2024 beinhaltet ETFs zu den Themen Wasser, Wasserstoff, Wind, saubere Energien, Umwelt, Gesundheitswesen und Pharma.

Kombinationsstrategien

Die erste von der Deutschen Wertpapierreuehand angebotene **Kombinationsstrategie ESG/SDG 50/50 ETF Global** ist eine 50/50 Kombination des FutureVest ESG ETF Global und des FutureVest ETF SDG. Diese Kombination bietet ein diversifiziertes, nachhaltiges Portfolio mit Beziehung zu den SDG. Zudem werden Kombinationen mit unterschiedlichen Anteilen von ESG-Anleiheportfolios angeboten.

⁸⁴ Der Clarity-BiU Ansatz ist erst seit Ende 2022 verfügbar

⁸⁵ Diese Grenze lag in 2022 noch bei 10%

⁸⁶ Im Laufe des Jahres wurden einige dieser ETFs umklassifiziert. Ab 2024 findet eine laufende Überprüfung statt, um umklassifizierte ETFs unterjährig ersetzen zu können

⁸⁷ 10 Mrd. EUR in 2022

⁸⁸ Zu den konkreten Regeln für die Modellportfolio auf www.soehnholz.esg.com vgl. die generellen ETF-Regeln weiter oben

3. Direktes ESG Aktienkonzept⁸⁹

3.1. Begründung für das Vorgehen bei der Portfoliobildung

ESG steht für Environment(al) (E), Social (S) und Governance (G). Manchmal lautet die Bezeichnung auch SRI für Socially Responsible Investments⁹⁰. ESG-Investments nutzen E, S und G Kriterien für die Portfoliobildung. Research zeigt, dass ESG- bzw. SRI- Kriterien meist nur einen geringen Einfluss auf die Rendite und Risiken haben

Bis vor Kurzem waren ESG-Anlagen bei deutschen Privatkunden wenig vertreten. Bei institutionellen Anlegern findet man sie jedoch auch in Deutschland schon länger. 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 sich vergleichbare Ergebnisse mit nachhaltigen Investments erreichen lassen.

Inzwischen gibt es zahlreiche sogenannte nachhaltige Produkte am Markt, die sich stark voneinander unterscheiden können.

Man kann z.B. Wertpapiere ausschließen, die bestimmten Kriterien nicht genügen. Für fast alle Ausschlusskriterien gibt es neben Befürwortern jedoch auch Gegner: 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 und bald wohl auch in Deutschland 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

⁸⁹ Ab 2024 werden direkte Aktienportfolios nicht mehr als Kernstrategien, sondern nur noch individuell angeboten

⁹⁰ Genauere und weitere Definitionen siehe Söhnholz/Frank 2018

Wertpapier kommen. Außerdem kann man auch bei Wertpapieren mit relativ guten ESG-Ratings noch viele ESG-Unzulänglichkeiten finden.

Als weiteren Ansatz kann man deshalb den des Engagements wählen. Dabei wird versucht, aktiv auf Unternehmen einzuwirken, ihre ESG-Position zu verbessern. Das macht Sinn, weil man so aktiv zur ESG-Verbesserung beitragen kann. Andererseits kann man Wertpapiere mit schlechten Scores auch so lange ausschließen, bis sie für den Anleger akzeptabel werden. „Engagement“ wird oft von Großanlegern genutzt, die ihr mögliches Anlageuniversum nicht zu sehr durch Ausschlüsse und hohe Ansprüche an ESG-Ratings reduzieren wollen⁹¹.

Die Tatsache, dass ESG-Ansätze sich voneinander unterscheiden können, sollte man nicht als Argument zum Nichtstun verwenden. Unternehmens- bzw. wertpapierspezifische ESG-Daten werden seit mehr als 10 Jahren systematisch erhoben und sind käuflich erwerbbar. Allerdings sind ESG-Daten oft teuer und selten einfach auszuwerten. Gerade Anleger mit relativ geringen Anlagevolumina müssen deshalb bisher auf standardisierte ESG-Produkte ausweichen⁹².

3.2. Umsetzung verantwortungsvoller Aktienportfolios

Allgemein ist die Auswahl an „verantwortungsvollen“ Titeln geringer als die aller Titel insgesamt, aber es gibt aufgrund der Vielzahl angebotener Aktien typischerweise keine erheblichen Diversifikationsnachteile durch eine Fokussierung auf ESG-Titel. Liquiditäts- und Kapitalisierungskriterien⁹³ oder Anforderungen an bestimmte Finanzdaten- bzw. -kennzahlen schränken Portfoliomanager auch und teilweise viel stärker ein, werden aber nicht immer so kritisch hinterfragt wie ESG-Kriterien.

Ursprünglich war unser Ziel, gute „verantwortungsvolle“ Portfolios für attraktive Marktsegmente zu erstellen, für die es noch keine anerkannten „verantwortungsvollen“ ETFs gab. Als die ersten Segmente wurden deutsche Aktien, weltweite Infrastruktur und Immobilientitel identifiziert. Deutsche Aktien wurden gewählt, weil das für einen deutschen Anbieter nahe liegt. Bis 2018 gab es unseres Wissens zumindest keinen in Deutschland öffentlich angebotenen Publikumsfonds, der E, S und G Kriterien als den wichtigsten Filter für die Selektion deutscher Aktien nutzt. Es gab allerdings bereits Fonds, die ökologische und teilweise auch soziale Kriterien nutzen.

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

⁹¹ Siehe dazu auch Söhnholz/Frank 2018

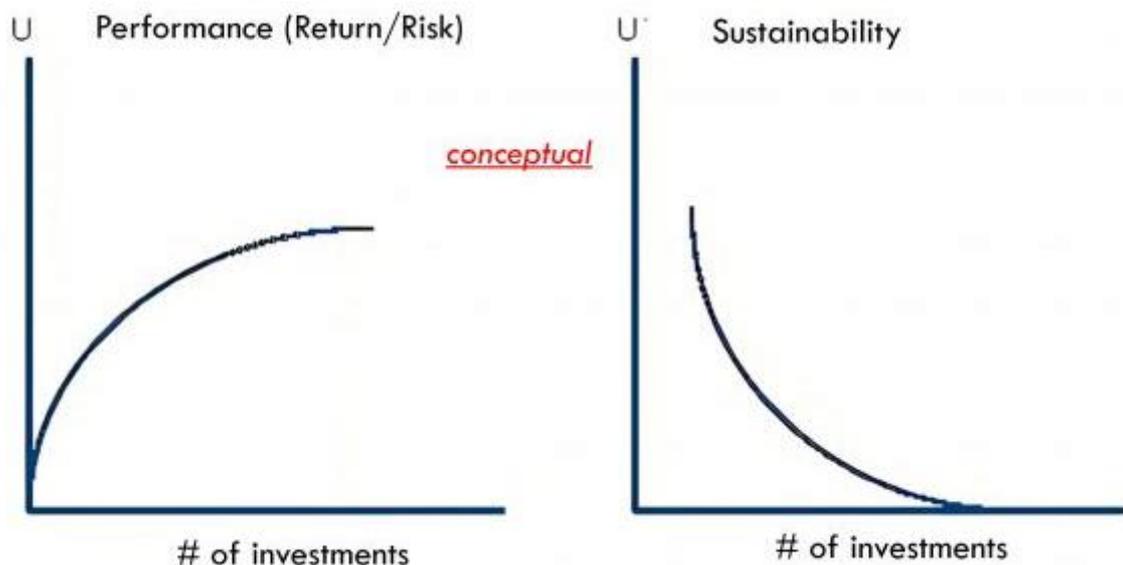
⁹² Seit einiger Zeit gibt es auch kostenlose ESG-Daten für Privatanleger, aber diese sind meist nur als aggregierte ESG-Scores verfügbar oder nur aufwendig auszuwerten, siehe www.yoursri.com, S-Ray von Arabesque und neuerdings auch ESG-Ratings von MSCI

⁹³ S. z.B. ESG-Indizes weiter unten

Infrastruktur⁹⁴ sind 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 REITs⁹⁵ für uns neben deutschen Aktien an erster Stelle für Portfoliobildungen.

3.3. Das Vorgehen für die ESG SDG Aktienportfolios

Da es sich bei den Segmenten um relativ kleine Universen in Bezug auf die Anzahl börsennotierter Aktien handelt, erfolgt eine Beschränkung auf maximal 30 Wertpapiere pro Segment⁹⁶. 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 rebalanciert. Unsere bisherige Erfahrung mit gleichgewichteten Portfolios und jährlichem Rebalancing ist sehr positiv⁹⁷.



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

⁹⁴ Wir nutzen möglichst nur „Pure Play“ bzw. Kern-Infrastrukturaktien („Netze und Knoten“) aus den Bereichen Energie, Wasser, Transport und Telekommunikation aber auch Sozialinfrastruktur oder erneuerbare Energieproduktion und spezialisierte Zulieferunternehmen für diese Marktsegmente“

⁹⁵ Real Estate Investment Trusts sind meist aktienähnliche Fonds mit hoher Regulierung, insbesondere Ausschüttungsanforderungen

⁹⁶ Untersuchungen zeigen, dass Segmentportfolios aus circa 15 Aktien ausreichend diversifiziert sein können.

⁹⁷ 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

nutzen. Wir stellen jeweils Mindestanforderungen an die Ratings für E, S und G separat, damit schlechte Werte bei einem Kriterium (z.B. „E“) nicht durch gute Werte bei einem anderen Kriterium (z.B. „G“) kompensiert werden können.

Für 2024 gibt es einige Regeländerungen⁹⁸. Ziele der Regeländerungen sind Portfolioverbesserungen aus Sicht verantwortungsvoller Geldanleger sowie die Erweiterung des zulässigen Investitionsuniversum bei gleichzeitiger Vereinfachung des Selektionsprozesses.

Auf Basis eines möglichst großen Universums von Titeln mit ESG-Score⁹⁹ werden folgende Kriterien genutzt:

1. Festlegung des Selektionsuniversums: Wir nutzen dafür alle Aktien eines Datenanbieter mit ESG-Ratings für etwa 30.000 Aktien.
2. ESG-Rating: Es muss ein zu den Top 50% gehörendes¹⁰⁰ E, S und G Score bzw. Rating (Best-in-Universe Rating eines global aktiven ESG-Ratinganbieters (aktuell genutzt: Clarity.ai¹⁰¹) vorliegen.
3. Länderausschlüsse: Unternehmen mit Hauptsitz oder Haupt-Börsennotiz in Ländern, die nicht zu den 40% der Länder mit dem besten Rule-of-Law Scoring gehören, werden ausgeschlossen¹⁰².
4. Nutzung von Ausschlusskriterien: Ausgeschlossen werden alle Unternehmen, mit bekannten Aktivitäten (0% Toleranz) in den Bereichen Alkohol, Tabak, Glücksspiel, Erwachsenenunterhaltung, Waffen, Atomenergie, fossile Brennstoffe und Energien, grausamen oder kosmetikbezogenen Tierversuchen¹⁰³, Schweine- und Rindfleisch, Leder und Felle, embryonale Stammzellenforschung und unethische Kreditvergaben¹⁰⁴. Nicht grundsätzlich ausgeschlossen werden Empfängnisverhütung und Abtreibung, Agrochemie,

⁹⁸ So werden für die SDG Portfolios jetzt auch SDG-Umsätze genutzt

⁹⁹ Aktuell deckt unser primärer Ratinganbieter fast dreissigtausend Aktien ab

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

¹⁰¹ Scoring-Profil: Genutzt werden BiU Ratings aller Aktien mit ESG Datenrelevanz von mindestens 25%. Allen anderen Firmen wird bei ESG Risk und Policies ein Score für jeden fehlenden Datenpunkt zugeordnet, der dem 1% Percentile der Subindustrie entspricht bzw. ein Wert von 1 bei Policies.

¹⁰² vgl. <https://databank.worldbank.org/source/worldwide-governance-indicators#>. So werden auch für 2023 zum Beispiel Brasilien, Indien, China, Russland, Südafrika, Türkei, Argentinien, Mexiko und Indonesien sowie neu Italien ausgeschlossen. Ausschlüsse richten sich nach primärer Börsennotiz und Hauptsitz des Unternehmens. So können Unternehmen ins Portfolio kommen, die in Hongkong gelistet sind und dort ihren Hauptsitz haben, die aber überwiegend in China tätig sind. Die Handelsbedingungen für Aktien können je nach Depotbank und z.B. steuerlichen Anforderungen von Anlegern auch für die grundsätzlich zugelassenen Länder suboptimal sein. Anleger werden deshalb aufgefordert, mögliche Nachteile vor dem Kauf der jeweiligen Aktien zu prüfen.

¹⁰³ Für den FutureVest Equities SDG R werden zusätzlich alle Tierversuche und genetisch manipulierte Organismen ausgeschlossen

¹⁰⁴ Für die Ausschlussprüfung werden nur Informationen des primären Ratinganbieters genutzt.

medizinische Tierversuche, genetisch manipulierte Organismen, Cannabis und Stammzellenforschung.

5. Verlustbegrenzung: Von den verbleibenden Aktien werden zusätzlich diejenigen mit Kursverlusten von mindestens 50% in den letzten 12 Monaten vor dem jährlichen Selektionszeitpunkt ausgeschlossen¹⁰⁵.
6. Berücksichtigung von Kapitalmaßnahmen: In dieser Stufe werden Aktien von Unternehmen verworfen, bei denen Übernahmen oder Delistings angekündigt sind. Sollten andere Anzeichen vorliegen, dass die Aktien eines Unternehmens mit hoher Wahrscheinlichkeit nur noch weniger als ein Jahr im Portfolio bleiben könnten, werden sie ebenfalls als Kandidat verworfen.
7. SDG-Risikofilter: Für SDG-Portfolios sind nur Aktien zulässig, die im SDG-Rating des primären Ratinganbieters mindestens 40% erreichen.
8. SDG-Filter 2: Für SDG Portfolios sind nur Aktien zulässig, die mindestens 50% SDG-aligned Umsätze aufweisen¹⁰⁶.
9. Gibt es mehr als 30 Aktien, die alle Kriterien erfüllen, wird eine Auswahl nach Mindestscore in Bezug auf E, S und G vorgenommen¹⁰⁷.
10. Doppelungsvermeidung: Unsere Portfolios sollen idealerweise 30, mindestens aber 15 Aktien beinhalten, um eine ausreichende Diversifikation zu ermöglichen. Sollten nach der letzten Selektionsstufe noch mehr als 30 Titel für ein geplantes Portfolio zur Verfügung stehen, werden zunächst Doppelungen (gleiches Land des Unternehmenssitzes und gleiches Marktsegment nach der granularsten vorliegenden Definition) eliminiert¹⁰⁸. Bei mehr als einem Wertpapier pro Land und Marktsegment wird dabei der Titel mit dem höchsten Governance-Score für das Portfolio selektiert.

¹⁰⁵ Für 2023 liegt der Grenzwert bei fast 50%. Grund für die Nutzung dieses Kriteriums: Hohe Verluste gelten als Indikator für mögliche (z.B. Nachhaltigkeits-)Probleme des Unternehmens. Dafür nutzen wir „Drawdown from a previous peak“ in der analysierten Periode, also den Abstand zwischen niedrigstem und höchstem Kurs der letzten 12 Monate, sofern der niedrigste auf den höchsten Kurs folgt. Meistens wird das Kapitalmarktrisiko aber in Form von Volatilität gemessen. Davon halten wir konzeptionell wenig. Hohe Verluste schmerzen Anleger meist mehr als hohe Volatilitäten, die auch bei grundsätzlich steigenden Kursen auftreten können. Außerdem zeigt sich, dass Wertpapierrangordnungen nach „max. Loss“ sich kaum von volatilitätsabhängigen Rangordnungen unterscheiden (siehe Schuhmacher/Eling 2010). Zudem kann man feststellen, dass Aktien mit geringen Risiken nicht unbedingt geringere Renditen haben als Aktien mit hohen Risiken. Das ist t.w. mit Behavioral-Finance Ansätzen erklärbar, siehe dazu Low-Vola oder Low-Beta „Anomalie“-Diskussionen.

¹⁰⁶ Basierend auf Daten von Clarity.ai. Im FutureVest Fonds dürfen zusätzlich Aktien verbleiben die überwiegend in Segmenten tätig sind, die als SDG-konform eingeschätzt werden wie Sozialimmobilien, Sozialinfrastruktur und Arbeitsvermittlung, auch falls das SDG-Umsatzkriterium nicht erfüllt werden sollte.

¹⁰⁷ In den Vorjahren erfolgte die Sortierung nur nach „G“. Um Portfolioumschlag zu reduzieren, wurde diese Regel geändert.

¹⁰⁸ Ausnahmen: Für die USA sind Doppelungen zulässig, weil das Land wirtschaftlich so bedeutend ist

Die Titel im Portfolio werden zum Portfoliostart gleichgewichtet. Zu Jahresende wird nach der Bestimmung der neuen Portfolios wieder auf Gleichgewicht rebalanciert.

Unterjährig erfolgen – außer im Fonds FutureVest Equity Sustainable Development Goals R – nur Anpassungen, wenn diese aus technischen Gründen erforderlich sind, d.h. wenn z.B. eine Aktie von der Börse genommen wird¹⁰⁹. Wenn ein Titel unterjährig gegen ein Selektions- oder Ausschlusskriterium verstößt, erfolgen keine unmittelbaren Maßnahmen.

3.4. Direkte Aktienportfolios FutureVest Equities ESG Global, Real Estate, Infrastructure und Germany (ab Ende 2023 keine Kernstrategien mehr)

Ende 2022 erfüllten nur 15 statt der angestrebten 30 deutschen Aktien¹¹⁰ alle unsere Anforderungen. Das FutureVest ESG Equities Germany Portfolio besteht 2023 fast nur aus Mid- und Smallcaps.

Für das ESG Equities Global Infrastructure nutzen wir vorzugsweise Aktien der Kategorie „Basic“ bzw. „Core“ Infrastruktur, also die Eigentümer und Betreiber von Infrastrukturnetzen und -Knoten bzw. monopolartige Anbieter von öffentlichen Transport-, Wasser-, Energie- und Kommunikationsservices und ab 2022 auch Sozialinfrastruktur und Zulieferer mit Fokus auf Kern-Infrastruktur¹¹¹. 2016 erfüllten 28 Aktien alle Anforderungen, 2019 fünfzehn, 2020 dreißig, 2021 neunzehn und 35 in 2022 sowie 30¹¹² in 2023. Die regionale Diversifikation ist gut: 12 der aktuellen 30 Unternehmen haben ihren Hauptsitz in den USA, andere Länder sind mit maximal 4 Aktien vertreten. Sieben Aktien sind dem Segment Soziales/Gesundheit zuzuordnen. Insgesamt ist die Branchendiversifikation zufriedenstellend.

Das FutureVest ESG Equities Global Real Estate beinhaltet Immobilienaktien und Equity-REITs¹¹³, aber keine Mortgage REITs und möglichst ohne nach deutschem Investmentrecht als Investmentfonds angesehene REITs¹¹⁴. Der USA Anteil liegt knapp unter 50%. Die weitere regionale sowie sektorale Diversifikation sindzudem angemessen.

¹⁰⁹ Effektiv nicht mehr handelbar ist. Titel, bei denen Unternehmensübernahmen vor der Portfoliobildung angekündigt sind, werden nicht für die Portfolios berücksichtigt.

¹¹⁰ Das Universum „Deutsche Aktien“ umfasst alle Stammaktien mit Hauptsitz in Deutschland und der Haupt-Börsennotiz (Primary Listing) in Deutschland

¹¹¹ Bei Sozialinfrastruktur und Energieproduktion handelt es sich oft um typische privatwirtschaftliche Unternehmen in mehr oder weniger wettbewerbsintensiven Branchen, während Kern-Infrastruktur Unternehmen in hochregulierten Branchen mit wenig direktem Wettbewerb (monopolartige Strukturen) umfasst. Bei Sozialinfrastruktur und Zulieferern sind zudem meist weit geringere Investitionen nötig als bei anderen Infrastruktursegmenten; siehe z.B. Jakob 2012

¹¹² Beim Infrastrukturportfolio sind Marktsegmente in manchen Ländern mit mehr als einer Aktie besetzt

¹¹³ Real Estate Investment Trusts sind in der Regel steuerbegünstigte, ausschüttungspflichtige Immobilienaktien, t.w. in fondsähnlicher Struktur.

¹¹⁴ Es werden nur als „Ordinary Shares“ klassifizierte REITs berücksichtigt. Depotbanken nehmen t.w. Unterscheidungen nach anderen Kriterien vor.

3.5. Regelmäßiges Monitoring und Portfolioänderungen¹¹⁵

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 Ersatzanlagevorschläge¹¹⁶.

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

3.6. FutureVest SDG ESG Equities Global Portfolio¹¹⁷

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.

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 sind¹¹⁸.

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

¹¹⁵ siehe dazu auch Kapitel 4

¹¹⁶ Für institutionelle Anleger ist ein solcher Service jedoch möglich

¹¹⁷ Ab 2024 keine Kernstrategie mehr, sondern nur noch individuelles Angebot

¹¹⁸ 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. Wir nutzen E, S und G-Ratings, deren Berechnung sich nach Branchen unterscheiden kann. Bei der Aktienselektion gelten jedoch für alle Unternehmen dieselben Mindestvoraussetzungen, um in die Portfolios aufgenommen zu werden (idealerweise „Best-in Universe“).

Zusätzlich bieten wir gewinnorientierte SDG-fokussierte Anlagen an. Dabei verfolgen wir einen pragmatischen Ansatz, der darin besteht, aus traditionellen liquiden Aktien diejenigen traditionellen börsennotierten Aktiengesellschaften zu identifizieren, die einerseits strengen ESG-Kriterien entsprechen und andererseits auch einen positiven sozialen oder ökologischen SDG-Beitrag liefern könnten. Das unterscheidet sich von den meisten sogenannten Impact-Angeboten am Markt, die meist vor allem auf illiquide bzw. wenig liquide Investments setzen und oft keine oder nur niedrige ESG-Anforderungen an ihre Investments stellen.

Basis für unsere Investments sind die 17 United Nations Sustainable Development Goals (SDG): No poverty, zero hunger, good health and well-being, quality education, gender equality, clean water and sanitation, affordable and clean energy, decent work and economic growth, industry, innovation and infrastructure, reduced inequalities, sustainable cities and communities, responsible consumption and production, climate action, life below water, life on land, peace, justice and strong institutions und partnerships for the goals.

Im Idealfall haben Impact Investments das Ziel, „Bedürftige“ zu unterstützen. Dabei sollten Services/Produkte angeboten werden, die von diesen bezahlbar sind. Zusätzlich sollen Services/Produkte angeboten werden, die „der Markt“ normalerweise nicht anbietet. Liquide (also meist große) börsennotierte Unternehmen sind jedoch „normale“ Kapitalmarktteilnehmer, die nur gewinnorientierte Produkte und Services anbieten.

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, wie z.B. den drei letztgenannten, gar keine börsennotierten Aktiengesellschaften.

Auf SDG Reporting von Umsätzen und Investitionen von Unternehmen bzw. externen Datenanbietern kann für die Bildung von Portfolios erst seit 2023 zurückgegriffen werden, da diese vorher noch zu selten bzw. zu lückenhaft zur Verfügung standen. Wir orientierten uns deshalb bis dahin an den Marktsegmenten bzw. Branchen, in denen die Unternehmen aktiv sind.

Eine Analyse der besten liquiden ESG-Aktien führt zur Identifikation folgender Branchen, die grundsätzlich ein positives SDG-Alignment haben 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)¹¹⁹ und IT-Infrastruktur (ab Ende 2020), Wohnimmobilienunternehmen etc.

Unternehmen der aufgeführten Branchen mit guten ESG-Bewertungen können einen nennenswerten positiven Impact im Sinne der Ziele der Vereinten Nationen bringen, aber sicher ist das nicht. Dafür halten wir aufgrund unserer Selektionskriterien die Wahrscheinlichkeit für gering, dass sie negativ auf die 17 Ziele einwirken.

Zusätzlich zu den drei 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 von uns nur regelbasierte und damit auch transparent nachvollziehbare Portfolios angeboten werden.

Das Anfang 2020 entwickelte FutureVest SDG ESG Equities Global ist dem Fonds FutureVest Equity Sustainable Development Goals sehr ähnlich., es können allerdings Unternehmen enthalten sein, die Gentechnik und medizinische Tierversuche nutzen.

3.7. 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. (ESG-) Stimmrechtsausübungen und Engagement sind ebenfalls grundsätzlich möglich. Auch andere bzw. weitere ESG-Datenquellen können genutzt werden.

4. Der FutureVest Equity Sustainable Development Goals Fonds

Mitte August 2021 startete der FutureVest Equity Sustainable Development Goals Fonds (DE000A2P37T6, WKN A2P37T). Der Fonds ist ein globaler, nachhaltiger Aktienfonds. Die Aktienselektion erfolgt im ersten Schritt analog zu den ESG Aktienportfolios (siehe Kapitel „Das Vorgehen für die ESG Aktienportfolios“). Aus den ca. 500 „PureESG“ Aktienemittenten werden diejenigen identifiziert, die auf Marktsegmente fokussiert sind, welche möglichst kompatibel mit den nachhaltigen Entwicklungszielen der Vereinten Nationen (SDG) sind. Das sind die Segmente, die auch für das FutureVest SDG ESG Equities Global Portfolio gelten (siehe gleichnamiges Buchkapitel). Konkret heißt es ab Ende 2023 im Factsheet:

„Der Fonds investiert ohne regionalen Schwerpunkt ganz überwiegend und zu mindestens 75 Prozent in börsennotierte Aktien. Die Wertpapierauswahl erfolgt anhand ökologischer und

¹¹⁹ Grund: Die Nutzung von Telekommunikation kann Kommunikation generell verbessern, kollaborative und Heimarbeit fördern, Arbeitsbedingungen verbessern, Transportkosten verringern etc.. Privatwirtschaftliche Telekommunikationsdienstleister ohne Infrastrukturanbieter werden ausgeklammert, weil viele von ihnen nicht nötig sind, um Telekommunikation zu ermöglichen

sozialer Aspekte sowie der Grundsätze guter Unternehmensführung. Es wird in Emittenten investiert, die einerseits nicht über festgelegte Umsatzschwellen hinweg in bestimmten kontroversen Geschäftsfeldern tätig sind und die andererseits zur Erreichung von einem oder mehreren der so genannten „Sustainable Development Goals“ (UN-Ziele für Nachhaltige Entwicklung, „SDG“) der Vereinten Nationen beitragen. Bei der Auswahl der Emittenten und Wertpapiere wird ein Screening-Verfahren angewandt. Die zu berücksichtigenden Marktsegmente sind dabei insbesondere Gesundheit, erneuerbare und elektrische Energien, Schienen-, Wasser- und Telekommunikationsinfrastruktur, Recycling, Umwelttechnik, Wohn- und Sozialimmobilien, Arbeitsvermittlung, Aus- und Fortbildung. Es werden nur Unternehmen selektiert, die überwiegend in den Zielmarktsegmenten aktiv sind. Unternehmen, die Kohle abbauen, fossile oder nukleare Energie, Waffen, Alkohol oder Tabak, Glücksspiel oder Rindfleisch produzieren, werden ausgeschlossen. Der Fonds verfolgt einen strengen ESG-Ansatz („Environmental, Social, Governance“). Es werden nur solche Unternehmen berücksichtigt, die ein überdurchschnittliches ESG-Rating aufweisen“.

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

Das Startportfolio entspricht damit weitgehend¹²⁰ dem FutureVest SDG ESG Equities Global Modellportfolio, welches unterjährig allerdings normalerweise nicht verändert wird und auch Unternehmen enthalten kann, die mit Gentechnik arbeiten oder die medizinische Tierversuche durchführen¹²¹. Unterschreitet eine Aktie bestimmte Mindestratings, wobei die Toleranzschwelle circa 10% unterhalb der Mindestanforderungen für die Erstaufnahme ins Portfolio liegt, soll sie verkauft werden. An ihre Stelle tritt eine Aktie der Nachrückerliste.

Die Aktien der Nachrückerliste müssen dieselben Anforderungen erfüllen wie die Aktien im Fonds. Sie haben zum Selektionszeitpunkt aber ein etwas geringeres Mindest-Umwelt-, Sozial- oder Governancerating als die für den Fonds selektierten Aktien.

Nähere Informationen zum Sondervermögen sowie die aktuellen gesetzlichen Verkaufsunterlagen, die auch die allein maßgeblichen Anlagebedingungen enthalten, sind über www.futurevest.fund erhältlich. Zusatzinformationen sind unter anderem dem dortigen Nachhaltigkeitsreporting und der Nachhaltigkeitsinvestmentpolitik zu entnehmen.

¹²⁰ Im Portfolio sind Gentechnik und medizinische Tierversuche zugelassen, im Fonds nicht

¹²¹ Shareholder-Engagement wird zudem nur für Unternehmen durchgeführt, die auch im Fonds enthalten sind

5. Portfolioüberblick für 2024 (nur Kernstrategien)

Portfolios (Stand Jan. 2023)	Aktienan- teil (inkl. Alter- natives)	Anzahl Positio- nen ca.	Anzahl Wert- papiere ca.	Risiko- klasse	Ca. ETF- Kosten p.a. in %	Nach- haltig- keits- score ¹²²	Anmer- kungen
FutureVest SDG ESG Equities Global	100%	30	30	5	0	90	PureESG Ansatz
FutureVest ESG ETF Global	57%	7	>3000	4	0,21	30	Most- Passive Asset Allokation
FutureVest ESG ETF Global ex Bonds	100%	5	>2500	5	0,25	30	Aktien und Liquide Alternatives
FutureVest ESG ETF Bonds Multiwährung	0%	4	>500	3	0,20	30	Entwicklungs- banken- statt Staatsanleihen
FutureVest ESG ETF Bonds Euro	0%	4	>500	2	0,20	30	Entwicklungs- banken- statt Staatsanleihen
FutureVest ETF Sustainable Development Goals	100%	9	>1000	5	0,41	55	SDG Segmentansat z
Index ETF Global	70%	10	>2500	4	0,19	0	Most-Passive Asset Allokation

Erläuterungen:

- ETFs versus direkte Aktienportfolios: Wissenschaftliche Studien zeigen, dass Portfolios innerhalb von Anlageklassen teilweise schon ab 5 Wertpapieren ausreichend diversifiziert

¹²² Details zum Nachhaltigkeitsscore auf Basis des DVFA PRISC Scores finden sich im Dokument Nachhaltigkeitsinvestmentpolitik auf www.futurevest.fund. Niedrigeren Scores als in den Vorjahren ergeben sich, weil seit Ende 2023 unterjährige ESG-Ratingveränderungen und Shareholder Engagement mit je 10% gewichtet werden und die ETF-Portfolio bei diesen typischerweise 0 Punkte erreichen.

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: Zinssteigerungen führen typischerweise zu Kursverlusten von Anleihen. Anleihe-ETFs enthalten meist zahlreiche "ältere" Anleihen mit teilweise langen Laufzeiten, die durch Zinssteigerungen besonders negativ betroffen sein können.
- 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 jedoch 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. Lediglich im Index ETF Global Portfolio können synthetische ETFs mit Derivaten enthalten sein.
- Verantwortung: Es gibt keine einheitlichen Verantwortungs-Standards. Unsere ESG ETF-Portfolios nutzen möglichst strenge Kriterien und unsere Aktienportfolios umfassende Ausschlüsse sowie hohe Best-in-Universe E, S und G Anforderungen.

Portfolio	Kurzbeschreibung
Index ETF Portfolio Global	In der Strategie wird die geschätzte Verteilung aller Kapitalanlagen aller Anleger weltweit mit ETFs nachgebildet. Das Portfolio hat relativ hohe Anteile an Immobilien- und Infrastrukturaktien-ETFs als Ersatz für entsprechende illiquide Anlagen (vgl. Kapitel 2.1. und 2.2.).
FutureVest ESG ETF Global	Die geschätzte Verteilung der Kapitalanlagen aller Anleger weltweit wird mit möglichst streng nachhaltigen physischen ETFs umgesetzt. Statt Staatsanleihen werden Anleihen von multinationalen Entwicklungsbanken genutzt (vgl. Kapitel 2.4.).
FutureVest ESG ETF Global ex Bonds	Die geschätzte Verteilung der Kapitalanlagen aller Anleger weltweit wird mit möglichst streng nachhaltigen physischen ETFs umgesetzt. Das Marktsegment Anleihen wird dabei nicht berücksichtigt (vgl. Kapitel 2.5.).
FutureVest ESG ETF Bonds Euro	Die Strategie bildet die Weltmarktallokation nur in Bezug auf Anleihen nach. In diesem Rahmen werden nur nachhaltige Anleihen verwendet, die in Euro notiert bzw. gegen Fremdwährungsrisiken abgesichert sind. Ausschüttende ETFs werden bevorzugt (vgl. Kapitel 2.5.).

FutureVest ESG ETF Bonds Multiwährung	Die Strategie bildet eine Weltmarktallokation nur in Bezug auf nachhaltige Anleihen nach. Ausschüttende ETFs werden bevorzugt (vgl. Kapitel 2.5.)
FutureVest ETF Sustainable Development Goals	Die Strategie nutzt Themen-ETFs, die möglichst kompatibel mit den nachhaltigen Entwicklungszielen der Vereinten Nationen (SDG) sind. Es werden mehrere SDG wie Gesundheitsförderung, erneuerbare Energien und Infrastruktur berücksichtigt. Dabei werden ETFs mit guten ESG Ratings präferiert, die in mittelgroße Unternehmen mit reinem thematischem Fokus investieren. Pro Thema wird nur ein ETF selektiert und alle ETFs werden anfangs gleichgewichtet (vgl. Kapitel 2.6.).
FutureVest SDG ESG Equities Global	Die Strategie besteht aus 30 großen bis mittelgroßen internationalen Aktien, die regelbasiert nach strengen Ausschlüssen und vor allem nach Umwelt, Sozial- und Unternehmensführungsanforderungen (ESG, Best-in-Universe) selektiert und einmal jährlich gleich gewichtet werden. Zusätzlich dürfen sie nur zu Segmenten mit hoher Vereinbarkeit mit den nachhaltigen Entwicklungszielen der Vereinten Nationen (SDG) wie Gesundheit, erneuerbaren Energien, Recycling, Schienen- und Telekommunikationsinfrastruktur gehören (vgl. Kapitel 3.6.).

6. Systematische Portfolioveränderungen im Zeitverlauf

6.1. Mögliche Gründe und Methoden für Rebalancierungen

Rebalancierung im engeren Sinn bedeutet, ein Portfolio, welches sich durch Performance der Anlageklassen oder z.B. durch Zuführungen oder Entnahmen von der Zielallokation entfernt hat, wieder auf die ursprüngliche Zielallokation zu bringen. Davon unterscheiden kann man Rebalancierungen im weiteren Sinn, die auf eine neue Zielallokation erfolgen.

„Selbstbedienungsanleger“ müssen Rebalancierungen manuell vornehmen. Für Vermögensverwaltungskunden werden Rebalancierungen typischerweise automatisch durchgeführt.

Es gibt verschiedene Gründe für Rebalancierungen. Bei institutionellen Anlegern werden die Erstallokationen oft in einem aufwändigen Prozess bestimmt. Es werden zulässige Bandbreiten festgelegt, in denen sich einzelne Anlageklassen bewegen dürfen. Rebalancierungen erfolgen, damit sich die Portfolios dauerhaft innerhalb der Bandbreiten bewegen.

Wenn man ein Portfolio ohne Rebalancierungen 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 wird¹²³. Rebalancierungen können somit zur Risikosenkung dienen.

Es gibt weitere Gründe für systematische Portfolioänderungen, die technisch keine Rebalancierungen auf das Ausgangsgewicht sind. Zum Beispiel könnten sich die

¹²³ 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

Anlegerpräferenzen ändern¹²⁴. Die Risikotragfähigkeit privater Anleger steigt im Laufe ihres Lebens typischerweise an, weil sie im Laufe der Zeit mehr verdienen und höhere Vermögen bzw. Puffer schaffen können. Im Rentenalter werden die Anleger risikoscheuer und sind auf Ihre Ersparnisse angewiesen. Die Portfolios sollten dieser Entwicklung entsprechend im Risiko adjustiert werden.

Unsere eigenen Analysen von 2008 bis 2015 zeigen, dass es kaum Unterschiede zwischen jährlichen und häufigeren Rebalancierungen gibt, aber dass in dieser Periode alle Rebalancierungen vor Kosten besser als Buy and Hold (keine Rebalancierungen) gewesen wären¹²⁵.

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

Mit Rebalancierungen sind aber sicher immer Kosten verbunden, und zwar nicht nur direkte Transaktionskosten, sondern unter Umständen auch steuerliche Effekte und andere indirekte Kosten¹²⁶.

Allerdings ist unser Weltmarktportfolio nur eine Approximation des echten Weltmarktportfolios. „Das“ echte Weltmarktportfolio ist schwer zu bestimmen: Unterschiedliche Untersuchungen kommen zu unterschiedlichen Weltmarktportfolios und nicht alle diese Untersuchungen werden regelmäßig aktualisiert. Sogar bei denselben Quellen gibt es Abweichungen, die teilweise erheblich sind.¹²⁷

Wir nehmen an, dass es die nächsten Jahre hinweg nur relativ geringe jährliche Verschiebungen der Marktkapitalisierungen der einzelnen Anlageklassen geben wird¹²⁸. Vanguard analysiert z.B. die Periode von 2006 bis 2014, in denen Aktienanteile zeitweise bei 62% Prozent lagen, in der Krise 2008 auf 38% sanken und dann wieder auf 56% stiegen. Vanguard stellt zudem fest, dass

¹²⁴ Vanguard 2015, S. 10: Aber "investors preferences may be less precise than theory assumes".

¹²⁵ Unterschiedliche Rebalancierungen können bei www.portfoliovisualizer.com unter Backtest Portfolio und Backtest Asset Allocation selbst getestet werden. Dabei werden allerdings Umsetzungskosten vernachlässigt.

¹²⁶ Vanguard 2015, S. 3: Taxes, direct transaction costs, time and labor (opportunity) costs, trading restrictions

¹²⁷ Siehe z.B. die Agrarallokation bei Vacchino/Schuller 2015 versus Gadzinski/Schuller/Vacchino 2016. Das Reporting der Anlageklassen kann sich je nach Datenquelle, Land und Anlageklasse unterscheiden. Dafür können landesspezifische Gesetze und Regulierungen verantwortlich sein.

¹²⁸ 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

diese Verschiebungen im Wesentlichen auf Performanceentwicklungen der Anlageklassen zurückzuführen sind: „This suggests that investors in aggregate may not rebalance“.¹²⁹

Bei diesen Annahmen kann gut argumentiert werden, dass Rebalancierungen¹³⁰ 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 gerade viele Großanleger regelmäßig rebalancieren, sodass eine reine Performancefortschreibung einer „alten“ Weltmarktallokationsstudie über mehrere Jahre zu „falschen“ Allokationen führen kann.

Wir haben uns für eine jährliche Überprüfung der Portfolios entschieden, die jedoch nicht unbedingt zu Änderungen der Portfolios führen muss, sondern auch ergeben kann, dass keine Änderungen nötig bzw. sinnvoll sind.

Damit am Jahresende eine Rebalancierung durchgeführt wird, müssen signifikante Abweichungen der Soll-Allokationen vorliegen. Dies könnte durch starke Wertschwankungen einzelner Anlagearten eintreten, aber zum Beispiel auch durch eine Veränderung des „gemessenen“ Weltmarktportfolios zustande kommen.

6.2. Regelmäßige Anpassungen der ETF-Portfolios

Verschmelzungen von Aktien oder ETFs werden sofort im Portfolio umgesetzt¹³¹. 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, soll er innerhalb eines Monats nach Entfall des ursprünglichen ETFs bzw. der ursprünglichen Aktie im Portfolio aufgenommen. Wenn kein passender Ersatz gefunden wird, erfolgt die Allokation bis zur jährlichen Portfolioüberprüfung in „Cash“.¹³²

Einmal pro Jahr werden alle Portfolios systematisch überprüft. Dabei wird geschaut, ob es sinnvoll ist, die Asset-Allokation, vor allem bei neuen Studien zur Weltmarktallokation, bzw. die Regeln für signalgesteuerte Portfolios zu ändern. Es ist geplant, die Überprüfung jährlich im November/Dezember durchzuführen¹³³.

6.3. Asset-Allokationsänderungen in normalen Marktphasen

Wir planen auch in Zukunft die Asset-Allokationen auf idealerweise frei öffentlich zugänglichen Informationen zu basieren. Dazu werden vor allem künftige Untersuchungen der beiden bisher

¹²⁹ s. Vanguard 2015, S. 4

¹³⁰ der Begriff wird im Folgenden auch für andere systematische Allokationsanpassungen verwendet

¹³¹ Bis auf die Top 200/400 Indizes, bei denen einzelne Ausfälle kaum Auswirkungen haben sollten, haben Indizes, anders als Portfolios, keine feste (Ziel-)Anzahl von Bestandteilen.

¹³² Es sollte immer passende Aktien geben, deshalb sind hier nur ETFs erwähnt

¹³³ Stichtag für Analysen ist dann der 30.11. eines Jahres

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. Für 2022 werden geringe Anpassungen aufgrund einer aktuellen Publikation dieser Autoren erwartet.

Beide Quellen haben Stärken und Schwächen und werden von uns deshalb nicht eins zu eins übernommen. Vielmehr versuchen wir mit Hilfe weiterer Quellen ein ETF-Portfolio zusammenzustellen.¹³⁴

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. Unsere aktuellen Allokationen finden sich im Kapitel 2.1.13.

7. Zusammenfassung der Nachhaltigkeitspolitik (siehe separates Dokument auf www.futurevest.fund)

Hier sind die PRISC Scores der Portfolios nach meiner Nachhaltigkeitspolitik¹³⁵:

- **Index ETF Global Portfolio:** Dieses Portfolios verfolgt keinen Nachhaltigkeitsansatz und hat deshalb einen Score von 0%
- **FutureVest ESG ETF Portfolios:** Die ESG- bzw. SRI ETFs enthalten zwar in der Regel auch mehr als 6 Ausschlusskategorien, lassen aber auch bis zu 5% oder Umsätze mit „ausgeschlossen“ Segmenten zu, deshalb nehmen wir 4-6 Ausschlüsse an; ESG-Scores werden aggregiert gemessen und dabei wird ab 2023 der Best-in-Universe (BiU) Ansatz genutzt; meist werden ESG-Scores <50% ausgeschlossen: **30% PRISC-Resultat**
- **FutureVest ETF Sustainable Development Goals Portfolio:** geschätzt 1-3 Ausschlusskategorien, da z.B. über Infrastruktur und Biotech/Healthcare unerwünschte Segmente wie fossile Energien und Tierversuche enthalten sein können; angenommener SDG-aligned Umsatz >90%, da Unternehmen vor allem nach ihren Aktivitäten selektiert wurden: **55% PRISC-Resultat**
- **SDG ESG Aktienportfolios:** Es gibt 10 harte Ausschlusskategorien; E, S und G werden separat gemessen mit Mindestscores von 50%; Best-in-Universe Scores sowie Aktien aus SDG-Aligned Marktsegmenten genutzt: **90% PRISC-Resultat**

¹³⁴ 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.

¹³⁵ Vgl. separates Dokument auf www.futurevest.fund

8. 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
- Gregory, G.; Schuller, M.; Vacchino, A. (2021): The Global Market Portfolio, The Journal of Portfolio Management August 2021
- Geczy, C.C.; Samonov, M. (2015): 215 Years of Global Multi-Asset Momentum: 1880-2014 (Equities, Sectors, Currencies, Bonds, Commodities, Stocks), 18.5.
- Hale, J. (2016): The appeal of sustainable investing, in Morningstar, Dec./Jan., S. 37-41
- Heuser, H. (2015): Eine Runde geht noch, Fonds Professionell Nr. 4/2015, S. 224-226
- Hoesli, M.; Oikarinen, E. (2012): Are REITs real estate? Evidence from international sector level data, Swiss Finance Institute
- Hsu, J.; Kalesnik, V. (2014): Finding Smart Beta in the Factor Zoo, Research Affiliates, July
- Hurst, B.; Ooi, Y.H.; Pedersen, L.H. (2012): A century of Evidence on trend following investments, AQR Fall
- IOSCO (2014): Corporate Bond Markets: A Global Perspective, Volume 1", April
- Jakob, Robin G. (2012): Infrastructure Benchmarks and Tests of Mean Variance Spanning, Diss., Univ. Basel 2012, S. 11-13
- Jacobs, H.; Müller, S.; Weber, M. (2009): How should private investors diversify? An empirical evaluation of alternative asset allocation policies to construct a "world market portfolio", Sept. 4
- Kaufmann, Chr.; Weber, M.; Haisley, E. (2013). The role of experience sampling and graphical displays on one's investment risk appetite, in Management Science No 2, S. 323-340
- Kroenke, T.A.; Schindler, F.; Steininger, B.I. (2013): How much real estate is in listed real estate? Working Paper, 10.10
- Lempérière, I.; Deremble, C.; Seager, P.; Potters, M., Bouchaud, J.P. (2014): 2 centuries of Trend Following, 15.4.
- Malkiel, B.G.; Ellis, Ch.D. (2013): The Elements of Investing, Easy lessons for every investor

Norges Bank Investment Management (2013): Infrastructure Investments, Discussion Note No. 2.

Pool, V.K.; Stoffman, N.; Yonker, S.E. (2012): No Place Like Home: Familiarity in Mutual Fund Manager Portfolio Choice, Review of Financial Studies, Vol. 25, 2563-2599

Reinhart, C.; Rogoff, K.N. (2009): This time is different: Eight centuries of financial follies, 2009

Rekenthaler, J. (2016): The argument about time diversification: Should time horizon affect asset allocation, in Morningstar, Dec./Jan., S. 13-15

Schuhmacher, F.; Eling, M. (2010): Sufficient Conditions for Expected Utility to Imply Drawdown-Based Performance Rankings, or Are Drawdown-Based Performance Measures as Good as the Sharpe Ratio?, Arbeitspapier, 22.2.2010

Schuster, C. (2016): QAP Rückblick 1. Quartal 2016, QAP Analytic Solutions GmbH, 19.4.2016

Söhnholz, D. (2022): 30 stocks, if responsible, are all I need, www.prof-soehnholz.com vom 9. August 2022

Söhnholz, D. (2020): „Divestments bewirken mehr als Stimmrechtsausübungen oder Engagement“ in „Nachhaltige Finanzen – Durch aktives Aktionärstum und Engagement Wandel bewirken“ von CRIC (Corporate Responsibility Interface Center), Springer Gabler November 2020

Söhnholz, D. (2014b): Einsatz von ESG Faktormodellen zur Verbesserung von Aktienportfolios, in Absolut Report Nr. 6, 58-63

Söhnholz, D. (2014a): Vermögensverwaltung aus einer Hand – wie viel „aktiv“ steckt dahinter? In Veritas Investment Newsletter Fonds aktuell Nr. 1, 1-2

Söhnholz, D. (2013): Systematisierung und Diversifikation von Investmentphilosophien, in Absolut Report Nr. 6, 64-69

Söhnholz, D. (2012b): Renditenorientierte Diversifikation 2.0 und Risiko-Overlays: Prognosefreie systematische Umsetzung, Arbeitspapier Söhnholz Advisors GmbH, 27.6.

Söhnholz, D. (2012a): Systematische und prognosefreie Diversifikation, in Absolut Report Nr. 2, 36-42

Söhnholz, D.; Burkert, M. (2008): Naive strategische Asset Allocation, in: Absolut Report Nr. 43, S. 14-21

Söhnholz, D./Frank, R. (2018): Verantwortungsvolle Geldanlagen: Vorschlag einer praxistauglichen Klassifizierung, Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Assetmanagement, Sept. 2018

Söhnholz, D.; Rieken, S.; Kaiser, D. (2010): Asset Allocation, Risiko-Overlay und Managerselektion: Das Diversifikationsbuch, Gabler-Verlag

Solnik, B. (1997): Integrating Global Asset Allocation and Currency Management, CFA Institute

Tobin, J. (1958): Liquidity preference as behavior towards risk, Review of Economic Studies, Vol. 41, S. 32-43

Towers Watson (2013): Understanding Smart Beta, August

United Nations Environment Program Finance Initiative (UNEP, 2015): Fiduciary Duty in the 21st century, September

United Nations Human Development Program (UNDP 2015): Bericht über die menschliche Entwicklung

Vacchino, A.; Schuller, M. (2015): Der globale Kapitalstock 2005-2014 - eine natürliche Benchmark für Multi-Asset-Portfolios, ipe institutional investment, 21.Sept.

Vanguard (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

Whelan, T. et al. (2020): ESG and Financial Performance, Rockefeller Asset Management and NYU Stern.

Wynter, M. (2012): Why Did the Equity Home Bias Fall During the Financial Panic of 2008?, November

9. Disclaimer

Das Sondervermögen FutureVest Equity Sustainable Development Goals R wird von der Soehnholz Asset Management GmbH für Rechnung und unter der Haftung der DWPT Deutsche Wertpapiertreuhand GmbH als vertraglich gebundener Vermittler gem. § 3 Abs. 2 WpIG beraten.

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

Diese Unterlage ist von Prof. Dr. Dirk Söhnholz für DWPT Deutsche Wertpapiertreuhand GmbH erstellt worden. Die Deutsche Wertpapiertreuhand übernimmt keine Gewähr für die Richtigkeit, Vollständigkeit und/oder Aktualität der zur Verfügung gestellten Inhalte. Die Informationen unterliegen deutschem Recht und richten sich ausschließlich an Investoren, die ihren Wohnsitz in Deutschland haben. Diese Unterlage soll Partner, Mandanten und Interessenten lediglich über die Inhalte informieren und ersetzt nicht eine anleger- und anlagegerechte Beratung. Insbesondere sind alle Inhalte zu Finanzinstrumenten nicht als individuelle Anlageempfehlung von Finanzinstrumenten zu verstehen. Eine Anlageentscheidung darf nicht allein auf diese Unterlage gestützt werden. Grundlage für den Kauf von Wertpapieren sind die gesetzlichen Verkaufsunterlagen. Diese Unterlage enthält ggf. Informationen, die aus öffentlichen Quellen stammen, die wir für verlässlich halten. Die Deutsche Wertpapiertreuhand übernimmt keine Gewähr oder Garantie für die Richtigkeit und/oder Vollständigkeit dieser Informationen. Die dargestellten Inhalte, insbesondere die Darstellung von Strategien sowie deren Chancen und Risiken, können sich im Zeitverlauf ändern. Einschätzungen und Bewertungen reflektieren die Meinung des Erstellers zum Zeitpunkt der Erstellung und können sich jederzeit ändern. Die Unterlage ist ausschließlich zur Information und zum persönlichen Gebrauch bestimmt. Jegliche nicht autorisierte Vervielfältigung und Weiterverbreitung ist untersagt.

© DWPT Deutsche Wertpapiertreuhand GmbH 2024