Weltmarktallokation, ESG und SDG

Die RETRO[1] Investmentphilosophie und ihre Umsetzung

von Prof. Dr. Dirk Söhnholz

Stand: 25. März 2026[2]

1. Das Konzept der Portfolios 2
1.1. Die Investmentphilosophie: Systematisch, aber ohne Prognosen 2
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 5
1.4. Warum unser Weltmarktportfolio relativ viele “alternative” Anlagen enthalten kann 8
1.5. Strukturierte und nachvollziehbare Index- und ETF-Selektion 10
1.6. Keine standardisierte Währungsabsicherung 11
1.7. „Verantwortungsvolles“ Investieren 11
1.8. Wissenschaftliche Basis 12
2. ETF- Portfolios: Asset Allokation, Index- und ETF-Selektion 13
2.1. Asset Allokation des Weltmarktportfolios (Index ETF Global) 13
2.1.1. Einleitung: Assetklassen im Weltmarktportfolio 13
2.1.2. Anleihen im Weltmarktportfolio 13
2.1.3. Private Equity und Small Caps im Weltmarktportfolio 13
2.1.4. Immobilien im Weltmarktportfolio 14
2.1.5. Weitere Anlagesegmente 14
2.1.6. Zusammenfassung 15
2.1.7. Keine Währungsabsicherung im Weltmarktportfolio 15
2.2. ETF-Selektion für das Weltmarktportfolio bzw. Index ETF Global Portfolio 16
2.2.1. Index-Selektion für das Weltmarktportfolio 16
2.2.2. Vorgehen bei der ETF-Selektion für die ETF-Portfolios 17
2.2.3. ETF-Selektionsänderungen der letzten Jahre 20
2.3. FutureVest ESG ETF Global Portfolio 20

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

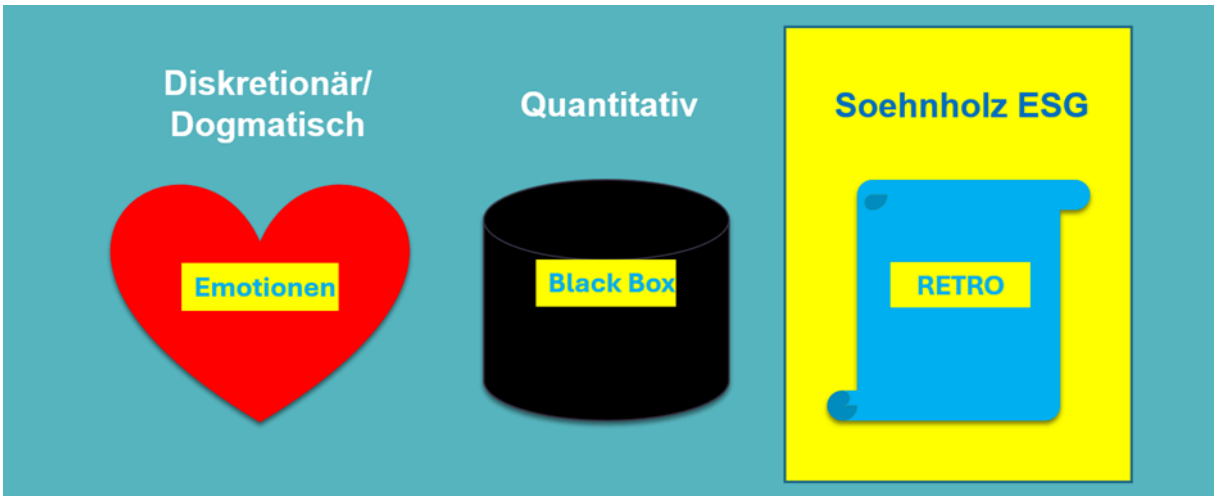
[2] Wichtigste Änderungen gegenüber der Version von 2025: Aus Kostengründen werden keine ETFs mehr ersetzt, die ähnliche ESG-Scores haben, wenn sonst keine anderen Unterschiede bestehen. Der ESG-Score muss jetzt mindestens 50 statt 40 für das ETF SDG Portfolio betragen und es erfolgt eine Allokation zu ökologischen und sozialen ETFs von je ca. 50%. Die Allokation des Portfolios aus aktiven SDG Fonds wurde aktualisiert.

2.4. FutureVest ESG ETF Global Ex Bonds und ESG Bonds Multi Währung und Euro 21
2.5. FutureVest ETF Sustainable Development Goals und Kombinationsstrategien 21
3. Direktes ESG SDG Aktienkonzept 22
3.1. Begründung für das Vorgehen bei der Portfoliobildung 22
3.2. SDG-Umsätze: Die wichtigste Nachhaltigkeitskennzahl 24
3.3. Das Vorgehen für individualisierbare ESG SDG Aktienportfolios 26
4. Der FutureVest Equity Sustainable Development Goals Fonds 29
5. Neu: Portfolios aus aktiven Fonds 31
6. Portfolioüberblick für 2026 33
7. Systematische Portfolioveränderungen im Zeitverlauf 36
7.1. Mögliche Gründe und Methoden für Rebalancierungen 36
7.2. Regelmäßige Anpassungen der ETF- und Fonds-Portfolios 37
7.3. Asset-Allokationsänderungen in normalen Marktphasen 38
8. Zusammenfassung der Nachhaltigkeitspolitik 38
9. Literaturverzeichnis 40
10. Disclaimer 44

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 Überzeugungen[3]. 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"

[3] s. Söhnholz 2013b, S. 65

ist dagegen keine Prognose, sondern eine (unspezifische) Annahme, Erwartung oder Meinung. **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 halten[4].

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 ist[5] und man gute Renditen am besten mit möglichst kostengünstigen Lösungen umsetzt[6].

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 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 unterscheiden[7]. Wir nutzen aber keine Korrelationsanalysen oder -prognosen. So sind Anleihen bei uns im Portfolio, weil wir annehmen, dass mit 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 kann[8].

Tabelle: Überblick über unsere wesentlichen Investmentüberzeugungen[9]

	Grundüberzeugung	**Konsequenz**
1	Asset-Allokation ist wichtiger für eine Portfolioperformance als die	Fokus auf (Fehlervermeidung bei der) Asset-Allokation

[4] s. Bhattacharya et al. 2012
[5] s. Söhnholz et al. 2010
[6] s. z.B. Faber 2015, S. 104
[7] zur schwierigen Bestimmung bzw. Abgrenzung von Assetklassen siehe Söhnholz/Rieken/Kaiser 2010, S. 35 und 187-189
[8] Konkret: Wenn die Yield-to-Maturity bzw. Rendite bis zum Ablauf eines Produktes negativ ist, kann eine negative Rendite erwartet werden.
[9] Details bzw. Begründungen und weiterführende Literaturhinweise dazu finden sich in diversen Publikationen von Söhnholz, vor allem in Söhnholz (2013)

	Wertpapierselektion innerhalb von Anlageklassen	
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[10]
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	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 Vornhinein 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

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

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

Eine rein passive Kapitalanlage ist nicht möglich[11], denn jeder Kapitalanleger selektiert „aktiv" Anlageklassen, trifft „aktive" Entscheidungen über Anlagevehikel (z.B. nur ETF-Einsatz), muss „aktiv" über Umschichtungen und Risikomanagementmethoden entscheiden und vieles mehr. Das sollte unseres Erachtens am besten mit Hilfe von möglichst einfachen Regeln erfolgen. Einfache Regeln sind robuster und transparenter als komplexe Regeln. Zudem können sie leichter geprüft werden.

Selbst sehr intelligente und hoch bezahlte Portfoliomanager konnten 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 börsengelistete Indexfonds. Streng verantwortungsvolle Investments sind dagegen besser mit Portfolios aus einzelnen Wertpapieren umzusetzen[12]. Das gilt vor allem, wenn man mit den verantwortungsvollsten Wertpapieren startet. Jede zusätzliche Diversifikation reduziert folglich die durchschnittliche Nachhaltigkeit[13].

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, den Erfahrungen anderer Praktiker und auch neuesten akademischen Publikationen permanent zu hinterfragen.

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 führen[14].

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 unterschiedlichen Marktphasen insgesamt attraktive Renditen bei relativ geringen Risiken generieren können, also besonders robust sind. Risiken

---

[11] s. Söhnholz 2014a
[12] 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.
[13] vgl. Söhnholz 2022
[14] Durch sinkende Handelskosten ist dieses Thema seit 2019 weniger wichtig geworden

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 Kursschwankungen. Dennoch messen wir Volatilitäten und daraus abgeleitete Kennzahlen, weil das Marktstandard ist. Hinzu kommt, dass diese Maße zwar meist konzeptionell nicht befriedigend, statistisch gesehen jedoch attraktiv sind, da sie ähnliche Ergebnisse wie konzeptionell komplexere Maße liefern können[15].

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 2022 und kann man auch die 70er Jahre betrachten. Manchmal werden Simulationen (oder Szenarioanalysen) von Renditen und Risiken für die Bestimmung von Allokationen genutzt. Allerdings stellt sich dabei die Frage, welche Annahmen den Simulationen zugrunde liegen bzw. welche Simulation als realistisch angesehen wird. Wir verfolgen deshalb einen anderen Weg der Bestimmung einer Ausgangsallokation.

Gestartet sind wir zunächst mit einer naiven Allokation, bei der Investments über alle Assetklassen gleich verteilt werden[16]. 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 stark unterschiedlichen Portfolios.

Alternativ ist es möglich, Allokationen von besonders erfolgreichen Investoren zu analysieren. In 2015 wurde das Buch „Global Asset Allocation“ von Mebane Faber[17] 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 kommen[19]. 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. 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

---

[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

funktioniert. Wir wählen als unser Ausgangsportfolio lieber das sogenannte Weltmarktportfolio[21], also die Allokation zu Anlageklassen, wie sie näherungsweise über alle Anlegergruppen und alle Anlagemärkte an den Finanzmärkten vorzufinden ist[22]. 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 perfekt 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.

Dabei ist zu beachten: 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 für gewöhnlich stark in Staatsanleihen investiert. Dabei wurde von Regulatoren häufig gar nicht oder nur wenig zwischen Anleihen verschiedener Staaten unterschieden. Die Annahme dahinter ist nachvollziehbar: Staaten können ihre Schulden normalerweise zurückzahlen, da sie im Zweifel zusätzliche Einnahmen durch Steuern oder Abgaben generieren können. Zahlreiche Staatspleiten und Schuldenschnitte der Vergangenheit[23] zeigen aber, dass Staatsanleihen nicht risikofrei sind.

Das Weltmarktportfolio hat 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 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 die Aktienquote stark fällt, wird dies in unserem mit ETFs nachgebildeten Weltmarktportfolio reflektiert.

Die Messung bzw. Bestimmung des „echten" Weltmarktportfolios ist allerdings schwierig. Fabers Weltmarktportfolio[24] unterscheidet sich erheblich von dem von Jacobs/Müller/Weber. Jacobs/Müller/Weber allokieren 60 % zu „GDP-weighted" Aktien, 25 % zu Anleihen und 15 % zu

[21] Die direkte Weltmarktportfolio-Umsetzung heisst Index ETF Global Portfolio bei der DWPT
[22] zur Weltmarktallokation siehe auch Jacobs/Müller/Weber 2009, Doeswijk/Lam/Swinkels 2014 und Doeswijk/Swinkels 2024 und Vacchino/Schuller 2015 und 2018
[23] S. Reinhart/Rogoff 2009
[24] „Global Market Portfolio" nach Faber 2015, S. 61-66 mit Verweis auf Credit Suisse Research Institute 2014

Rohstoffen[25]. 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 sind eine bessere Ausgangsbasis für unser Weltmarktportfolio.

1.4. Warum unser Weltmarktportfolio relativ viele “alternative” Anlagen enthalten kann

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, wurde ab Anfang 2025 auf 7,5 % erhöht, um die Anzahl der nötigen Fonds weiter zu begrenzen. 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 % auf[26].

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, dagegen nicht für eine eigene Anlageklasse[27].

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 REITs[28]) 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 umgesetzt[29]. Für

---

[25] Das ist die Allokationsbasis für die ARERO-Fonds

[26] 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.

[27] 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.

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

[29] s. auch Gabriel 2016

Immobilienaktien/REITs[30] gibt es Untersuchungen, die zeigen, dass die Renditen mittelfristig den zugrunde liegenden Anlageklassen nahekommen. Für Rohstoffaktien und Agrarland/Forst haben wir noch keine vergleichbaren Untersuchungen gesehen[31].

Durch die Nutzung von Infrastruktur-, Rohstoff- und Agrar-/Farmaktien-ETFs wird 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 Immobilienmarktabhängigkeit[32]. 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 Immobilieninvestments.

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.

Kurzlaufende Anleihen werden oft mit Zinssätzen unterhalb aktueller Inflationsraten angeboten. Da wir ein Renditeportfolio erstellen, werden Anlagesegmente, die keine positive Realrendite erwarten lassen, nicht in das Weltmarktportfolio aufgenommen[33].

Die Wahl des Weltmarktportfolios als Startportfolio und die hier genannten Modifikationen sind nicht annahmefrei. Allerdings verwenden wir weder Punkt- noch Bandbreitenprognosen für irgendwelche konkreten Zeitpunkte bzw. Zeitabschnitte in der Zukunft[34]. Damit arbeiten wir regelbasiert und prognosefrei. Außerdem sind wir im Gegensatz zu den meisten sogenannten quantitativen Investoren einfach in der Allokation und weitgehend transparent.

Während Mischfonds sowie 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

---

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

[31] 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

[32] 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.

[33] Für reine Anleiheportfolios können Ausnahmen gemacht werden

[34] Prognosen sollten so präzise sein, dass sie falsifizierbar sind.

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 Weltmarktportfolio[35] und aufgrund von Performanceentwicklungen der einzelnen Anlagesegmente Adjustierungen der Allokation vorgenommen. Da Großanleger typischerweise regelmäßig auf ihre strategischen Allokationen rebalancieren und private Anleger für gewöhnlich nicht rebalancieren, haben wir in den meisten Jahren nur die Hälfte der Performanceveränderungen angesetzt. Für 2025 besteht die Allokation des Weltmarktportfolios damit zu ca. 47,5 % aus Aktien (inklusive Small Caps bzw. Private Equity Aktien) und zu 12,5 % aus Immobilien, während Anleihen ca. 40 % ausmachen, davon die Hälfte Unternehmensanleihen.

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 Indizes[36], 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 aber mehr als 3 Millionen Indizes weltweit[37], wobei in unserem Startjahr 2015 „nur“ ca. tausend ETFs für deutsche Anleger geeignet waren[38]. 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 berücksichtigt[39].

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 unter Umständen besser geeignet als ETFs. Diese institutionellen Fonds sind jedoch meist nur für den jeweiligen Fondsinitiator („Spezialfonds“) zugänglich oder haben als institutionelle „Publikumsfonds“ hohe Mindestinvestitionssummen, so dass sie für unsere an typischen Privatkunden orientierte Analyse nicht berücksichtigt werden.

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

---

[35] Von Gadzinski, Schuller und Vacchino von 2018 und 2021
[36] s. Söhnholz 2012, S. 14
[37] Siehe Home - Index Industry Association
[38] Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities (UCITS), Vertriebszulassung in Deutschland und Steuertransparenz
[39] 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 nicht währungsgesichert[40]. Das unterscheidet uns von anderen Ansätzen, die oft zumindest die Anleihen in den Portfolios währungssichern.

1.7. „Verantwortungsvolles“ Investieren

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 legen [41].

Zahlreiche Untersuchungen haben gezeigt, dass Anleger bei verantwortungsvollen Geldanlagen in der Regel langfristig weder auf Rendite verzichten noch zusätzliches Risiko in Kauf nehmen müssen[42]. Wir erwarten deshalb, dass Investments nach solchen Kriterien künftig noch wichtiger werden. Für institutionelle Investoren wird bereits seit einiger Zeit darüber diskutiert, ob diese nicht sogar eine Pflicht zur Berücksichtigung von ESG-Kriterien haben[43].

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“

[40] Ausnahme ist das FutureVest ESG ETF Bonds Euro Portfolio
[41] Details siehe. Söhnholz/Frank 2018
[42] Vgl. Whelan et al. 2020
[43] vgl. UNEP 2015

ETFs bzw. die angebotenen ETFs erfüllen nicht unsere strengen Selektionsanforderungen[44]. 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 Konzept[45].

In 2015 waren erst sehr wenige nachhaltige (Unternehmens-)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 berücksichtigen[46]. 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] siehe http://prof-soehnholz.com/verantwortungsvolle-investments-im-vergleich-sri-etfs-sind-besser-als-esg-etfs/
[45] S. Söhnholz/Frank 2018
[46] 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 unklar[47]. Klare Bestimmungen von Anlageklassen zu Beginn einer Asset-Allokation sind deshalb sehr wichtig. Wir gehen grundsätzlich 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 Finanzierunginstituten 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.

Der Anteil von High Yield-Anleihen am Weltmarktportfolio betrug 2015 je nach Messung zwischen 0,5 % bis 2 % und war damit gering. Eine explizite Allokation erfolgt deshalb nicht im diversifizierten Weltmarktportfolio sondern allenfalls in reinen Anleiheportfolios.

2.1.3. Private Equity und Small Caps im Weltmarktportfolio

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

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. Da für Private Equity nur wenige ETFs zur Verfügung stehen und diese auch konzeptionell nicht unumstritten sind[48], kann dafür der Small 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.

2.1.4. 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 Hypotheken- bzw. Mortgage-REITS werden nicht in der Immobilienallokation berücksichtigt, weil sie keine Sachwerte repräsentieren.

2.1.5. Weitere Anlagesegmente

Anders als in den meisten uns bekannten Untersuchungen zur weltweiten privaten Kapitalanlage wird Infrastruktur als Anlageklasse von uns grundsätzlich ins Weltmarktportfolio aufgenommen. Bei Infrastruktur handelt es sich um eine insgesamt relativ große Anlageklasse mit Charakteristika, die sich von anderen Anlageklassen, auch Immobilien und Anleihen, unterscheidet[49].

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 Infrastruktur-Aktien-ETFs, weil nur so eine ausreichende Diversifikation auch für relativ kleine Anlagesummen innerhalb der Anlageklasse gewährleistet werden kann. Ab 2025 wird Infrastruktur nicht mehr separat allokiert, weil die leicht erhöhte Mindestallokationsquote von 7,5

[48] Listed Private Equity kann sehr heterogene Fonds, Dachfonds, Fondsmanagement- und Holdinggesellschaften umfassen
[49] Siehe z.B. Norges Bank Investment Management 2013

% nicht erreicht wird. Infrastrukturaktien sind aber über die Aktienallokationen im Portfolio enthalten.

Nicht alle Rohstoffe werden durch Handel an Börsen global gepreist bzw. sind direkt investierbar. In manchen Messungen von Weltmarktportfolios sind sie gar nicht vertreten.[50] Weil ihr Anteil am Weltmarktportfolio insgesamt gering ist, werden Rohstoffe bei der Nutzung weniger ETFs nicht explizit berücksichtigt.

2.1.6. Zusammenfassung

Für unser Weltmarktportfolio orientieren wir uns vor allem an den Analysen von Doeswijk/Lam/Swinkels bzw. Gadzinski/Schuller/Vacchino. Wir berücksichtigen allerdings auch einige andere Untersuchungen[51].

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	**WMP 2016**[52]	**WMP 2024**	**WMP 2025 und 2026**
Staatsanleihen	25 %	18 %	20 %
Unternehmensanleihen	20 %	20 %	20 %
Immobilien	10 %	10,5 %	12,5 %
Sonstige Alternatives (Private Equity, Rohstoffe, Infrastruktur etc.)	15 %	11,5 %	7,5 %
Aktien	30 %	40 %	40 %
	100 %	100 %	100 %

2.1.7. Keine Währungsabsicherung im Weltmarktportfolio

[50] In Doeswijk, Lam und Swinkels (Januar 2014) – „The Global Multi-Asset Market Portfolio 1959-2012“ spielen Rohstoffe keine Rolle
[51] S. vorherige Erklärungen weiter oben
[52] Vorläufer der Soehnholz ESG GmbH

Die uns vorliegenden Schätzungen des realen Weltmarktportfolios sind ausschließlich in US-Dollar denominiert. Das bedeutet gleichzeitig, dass eine Verschiebung der gemessenen Allokationen zwischen den Anlageklassen schon alleine durch eine Wechselkursbewegung der jeweiligen Währung gegenüber dem US-Dollar zustande kommen kann.[53] Alleine in dem Einjahreszeitraum 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 allerdings zu dem 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 „risikoarme" Anlage geplant sind. Das gilt für unser Weltmarktportfolio nicht, denn darin sind explizit nur renditeorientierte Marktsegmente vertreten.

2.2. ETF-Selektion für das Weltmarktportfolio bzw. Index ETF Global Portfolio[54]

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 Indizes[55] 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 Ausgangsbasis[56].

---

[53] Insbesondere, wenn angenommen wird, dass diese nochmals geographisch unterteilt sind.
[54] Das Index ETF Global Portfolio Portfolio der DWPT entspricht dem Weltmarktportfolio
[55] Vgl. Home - Index Industry Association
[56] 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.

Das Weltmarktportfolio ist eine Allokation, die nach Marktkapitalisierung gewichtet ist. Zur Abbildung des Weltmarktportfolios werden deshalb möglichst Indizes und ETFs genutzt, die ebenso nach Marktkapitalisierung gewichtet sind. Es werden zudem grundsätzlich die Vehikel bevorzugt, die die jeweilige Anlageklasse möglichst breit abbilden[57].

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

Außerdem sollen die Portfolios mit einer begrenzten Zahl von idealerweise maximal 10 ETFs umgesetzt werden können, um den Zeit- und Kostenaufwand für Implementierungen und Umschichtungen zu begrenzen.

2.2.2. Vorgehen bei der ETF-Selektion für die ETF-Portfolios

Im ersten Schritt wird eine Liste aller ETFs erstellt, die UCITS-konform sind, zum Vertrieb in Deutschland zugelassen sowie in EUR Xetra-handelbar sind. Jedem Anlagesegment, das Bestandteil eines Portfolios werden kann[58], werden ETFs zugeordnet. Die Zuordnung richtet sich nach den Indizes, die die ETFs nachbilden und unterscheidet 3 Gruppen von ETFs: ETFs für traditionelle Portfolios, für diversifizierte nachhaltige Portfolios und für SDG-kompatible Portfolios:

1) Beim **Index ETF Global** wird nur ein Index je Anlagesegment ausgewählt[59] nach den folgenden Kriterien:
    a. Bei Abbildungen von typischen direkt börsengehandelten Anlagesegmenten[60] wird der Index ausgewählt,
        i. mit der möglichst höchsten Diversifikation (maßgeblich Anzahl der Titel) innerhalb eines möglichst homogenen Anlagesegmentes,
        ii. dessen Gewichtung der Gewichtung im Weltmarktportfolio entspricht oder nahekommt (Marktkapitalisierung)
        iii. und der am besten die Marktkapitalisierung innerhalb der eigenen und gegenüber anderen Anlagesegmenten repräsentiert.[61]

[57] Für verantwortungsvolle ETF-Portfolios dagegen werden ETFs auf Basis besonders „strenger“ Indizes selektiert, also Indizes mit weniger Bestandteilen vorgezogen
[58] Für diversifizierte ETF-Portfolios werden Anlagesegmente des Weltmarktportfolios, die mindestens 7,5 % Allokation erreichen, berücksichtigt. Für SDG ETFs erfolgt die Zuordnung anhand von verfügbaren unterschiedlichen Themen/Marktsegmenten „Bottom-Up“.
[59] 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.
[60] Aktien und Anleihen
[61] 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.

b. Bei Abbildung von typischerweise illiquiden Anlagen[62] wird der Index ausgewählt,
    i. der eine möglichst genaue und konzentrierte Abbildung der Allokation darstellt
    ii. und eine möglichst geringe Überschneidung mit den im Portfolio vertretenen liquiden Anlagesegmenten aufweist.
c. Gibt es mehrere ETFs, die den selektierten Index zur Grundlage haben, wird der ETF nach den folgenden Kriterien in dieser Reihenfolge ausgewählt:
    i. Synthetische Umsetzung des ETFs bevorzugt gegenüber physischer
    ii. Thesaurierende ETFs/Anteilsklassen werden ausschüttenden bevorzugt
    iii. Eine niedrigere Kostenquote (TER) ist bevorzugt[63]

2) Allen Ziel-Anlagesementen der **ESG ETF-Portfolios** werden jeweils alle Indizes bzw. ETFs zugeordnet, die man zum jeweiligen Anlagesegment zählen kann, unabhängig von der Gewichtungsmethodik, Faktorabhängigkeiten oder ähnlichen Merkmalen. Aus dieser Liste werden alle Indizes bzw. ETFs eliminiert, deren Best-in-Universe E-, S-, oder G-Score des primären Scoreanbieters kleiner als 50 ist. Die verbleibenden Indizes werden in eine Rangfolge gebracht. Der Index bzw. ETF mit dem höchsten ESG-Score steht grundsätzlich oben. Sollten mehrere Indizes bzw. ETFs gleiche Mittelwert-Scores haben, wird als zweites Kriterium der höchste Minimum-Wert der einzelnen E-, S- und G-Scores angewendet. Ab 2025 müssen die ETF-Anbieter zudem Mindest-Shareholder-Engagementanforderungen erfüllen. Das bedeutet, dass sie bei der aktuellsten "Voting Matters" Studie von Shareholders for Change einen Score von mindestens 50 erreichen müssen. Zusätzlich sind nicht von der Studie erfasste ETF-Anbieter zulässig[64]. Gibt es immer noch mehrere ETFs, die alle Bedingungen erfüllen, wird der ETF mit der niedrigsten Kostenquote (TER) ausgewählt.

Für die Anleiheportfolios sind - anders als für das FutureVest ESG ETF-Global Portfolio - auch kurzlaufende Anleihen zulässig. Für das Sicherheitsportfolio FutureVest ESG ETF Bonds (EUR) sind nur in EURO- bzw. fremdwährungsgesicherte Anleihe-ETFs zulässig und keine riskanten Anleihe-ETFs, d.h. solche mit einer Risikoklasse (SRI) von 4 oder mehr.

---

[62] Immobilien, Infrastruktur, Private Equity, Forst- und Agrarland, Rohstoffe

[63] 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 aufgrund 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, so dass hierauf verzichtet wird.

[64] Dabei handelt es sich typischerweise um kleinere bzw. jüngere Anbieter, die zumindest nicht überwiegend nicht-nachhaltiges Engagement zeigen.

Findet sich kein Index/ETF bei einem Anlagesegment, wird geprüft, ob dieses mit einem anderen Segment zusammengelegt werden kann[65]. Entfällt ein Anlagesegment, weil es keinen Index/ETF gibt, der alle Kriterien erfüllt[66] 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 grundsätzlich unter Berücksichtigung der Kategorien Ökologisch und Sozial gleichgewichtet wird, erfolgt die Selektion Bottom-Up. Es werden nur Indizes berücksichtigt, die möglichst vereinbar mit den Nachhaltigen Entwicklungszielen der Vereinten Nationen (UN SDG) sind. Für diese Indizes sollen mindestens 50 % netto „SDG Revenue Alignment" erreicht werden. Zusätzlich soll der ESG-Score mindestens 50 betragen.

   Für alle so selektierten SDG-aligned ETFs wird nach Überschneidungen gesucht. Werden mehr als 5% der Aktien mit >5% oder mehr gewichtet, wird nach ETFs derselben Anlagesegmente gesucht, die weniger Überschneidungen aufweisen. Findet sich mehr als ein solcher ETF, wird der ETF mit den höheren SDG Revenues selektiert. Findet sich kein ETF mit weniger Überschneidungen, wird der ETF mit den höheren SDG-Revenues selektiert und das andere Anlagesegment entfällt.



[65] Z.B. Immobilien Europa und Immobilien USA werden zu Immobilien Welt.
[66] Ausnahme sind nur Indizes/ETFs für Anleihen multilateraler Entwicklungsbanken, weil es für diese keine Indizes mit entsprechenden BiU Mindestwerten gibt.

2.2.3. ETF-Selektionsänderungen der letzten Jahre

Für die ETF-Selektion für 2022 haben erstmals das NachhaltigkeitsfondsScore von Clarity.ai genutzt. Der Hauptvorteil ist, dass wir damit auch für ETFs grundsätzlich einzeltitelbasierte separaten Umwelt-, Sozial- und Governance-Scores nutzen können. Außerdem sind wir nicht mehr auf die nicht immer eindeutigen Nachhaltigkeitsklassifikationen von ETF-Anbietern angewiesen und können auch ETFs berücksichtigen, die von der Bezeichnung her nicht als nachhaltig gekennzeichnet sind. Der Nachteil in 2022 war, dass wir nur ein Best-in-Class Score nutzen können und nicht den von uns vorgezogenen Best-in-Universe Absatz[67]. Für 2023 steht auch ein Best-In-Universe Score zur Verfügung. Dabei nehmen wir für nicht-vorhandene Daten eine Score-Erfüllung von 25 % an, also besser als 0 (kein Reporting) und schlechter als 50 (Branchenstandard). Ein Nachteil unseres ESG-Score-basierten Ansatzes ist, dass wir aktivitätsbasierte Ausschlüsse nicht mit vertretbarem Aufwand für die ETF-Selektion berücksichtigen können.

Ab 2025 werden ETF-Anbieter ausgeschlossen, die wenig nachhaltiges Shareholder Engagement betreiben, was vor allem US-basierte (Groß-)Anbieter betrifft. Zudem werden statt SFDR-Klassifikationen die auf Einzel-Wertpapieranalysen beruhenden netto SDG-vereinbaren Umsätze für die SDG ETF-Selektion genutzt. Dadurch kann auf “SDG-Ersatzkriterien” wie Marktkapitalisierung und Länderausschlüsse verzichtet werden.

2.3. FutureVest ESG ETF Global Portfolio

Ziel des FutureVest ESG[68] ETF Global Portfolios ist die Umsetzung einer globalen Asset Allokation, die am Weltmarktportfolio ausgerichtet und möglichst nachhaltig ist[69]. 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[70].

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.

---

[67] Beim Best-in-Class Ansatz werden Unternehmen innerhalb von Klassen geratet, wie traditioneller Energie. Beim Best-in-Universe-Ansatz werden alle Unternehmen klassenübergreifend miteinander verglichen

[68] 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

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

[70] Für diese Allokation gibt es eine Ausnahme von der ESG-Score Anforderung, so dass auch 49 statt 50 akzeptiert wurde

2.4. FutureVest ESG ETF Global Ex Bonds und ESG Bonds Multi Währung und 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 FutureVest ESG ETF Bonds Euro nur die in Euro denominierten oder die mit einem Euro-Hedge verfügbaren Anleihesegmente 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 zunächst 6 „verantwortungsvollen" ETFs nachgebildet[71].

Das **FutureVest ESG ETF Global Bonds Multi-Währung** nutzt nur die Anleihesegmente 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 und High Yield 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 Anleihesegmente 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. FutureVest ETF Sustainable Development Goals und Kombinationsstrategien

2018 haben wir mit Anlageberatern gesprochen, die ihren Kunden ein sogenanntes Impact Portfolio aus mehreren Fonds anbieten wollen. 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 Portfolio bieten sich dabei die 17 Sustainable Development Ziele (SDG) der Vereinigten Nationen an. Das bedeutet, dass nur ETFs in das Portfolio aufgenommen werden sollen, die diese Ziele fördern. Um passende Fonds zu finden, kann man mehrere Wege gehen.

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.

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,

[71] Zu den Selektionsregeln siehe Futurevest ESG ETF Global

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.

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. Ursprünglich haben wir dafür mit einer branchenbasierten Einschätzung gearbeitet.

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.

Erhebliche Änderungen: FutureVest ETF SDG Portfolios 2024 und 2025

Das Portfolio 2024 beinhaltet 7 ETFs von 3 Anbietern zu den Themen Wasser, Wasserstoff, Wind, saubere Energien, Umwelt, Gesundheitswesen und Pharma. Für 2025 nutzen wir nun vor allem die für die Selektion von Einzelaktien verwendeten aktivitätsbasierten Netto SDG-vereinbaren Umsätze, von denen wir mindestens 50 % erwarten. Dafür wurden die ESG Anforderungen von 50 auf 40 reduziert, um genug ETFs für ein diversifiziertes Portfolio zu finden.

Das Portfolio 2025 enthält 6 ETFs von 2 Anbietern mit den Schwerpunkten Wasser, Wasserstoff, Saubere Energie, Kreislaufwirtschaft, Pharma Breakthrough und Healthcare Breakthrough. Für 2026 haben wir eine 50/50 Einteilung in ökologische und soziale ETFs eingeführt. Das Portfolio für 2026 besteht aus insgesamt 7 ETFs.

Kombinationsstrategien

Die erste von der Deutschen Wertpapiertreuhand angebotene **Kombinationsstrategie** FutureVest 100/0 ist eine 100 % Aktienallokation und 50/50 Kombination des FutureVest ESG ETF Global ex Bonds und des FutureVest ETF SDG. Diese Kombination bietet ein diversifiziertes, nachhaltiges Portfolio mit Beziehung zu den SDG. Zudem werden weitere Kombinationen dieser beiden Portfolios mit unterschiedlichen Anteilen des FutureVest ESG ETF Bonds Euro angeboten.

3. Direktes ESG SDG Aktienkonzept[72]

3.1. Begründung für das Vorgehen bei der Portfoliobildung

Ab 2025 werden keine Standard- sondern nur noch Berater- bzw. kundenindividuelle Portfolios aus Einzelaktien angeboten. Dafür wird eine nach strengen (ESG+SDG) Nachhaltigkeitskriterien vorselektierte Liste von ungefähr 100 internationalen Aktien genutzt, auf deren Basis globale,regionale oder nachhaltige Themenportfolios erstellt werden können. **Achtung: Für solche Portfolios ist ein Mindestanlagevolumen von 5 Mio Euro erforderlich.**

[72] Ab 2024 werden direkte Aktienportfolios nicht mehr als Kernstrategien, sondern nur noch individuell angeboten

ESG steht für Environment(al) (E), Social (S) und Governance (G). Manchmal lautet die Bezeichnung auch SRI für Socially Responsible Investments[73]. 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. Ebenso gibt es bei Anlegern ohne treuhänderische Pflichten 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 t.w. auch in Deutschland 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-Score 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-Scores für dasselbe Wertpapier kommen. Außerdem kann man auch bei Wertpapieren mit relativ guten ESG-Scores noch viele ESG-Unzulänglichkeiten finden.

Engagements ist ein weiterer Ansatz. Dabei wird versucht, aktiv auf Unternehmen einzuwirken, um 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-Scores reduzieren wollen[74].

Die Tatsache, dass ESG-Ansätze sich voneinander unterscheiden können, sollte man nicht als Argument zum Nichtstun verwenden. Unternehmens- bzw. wertpapierspezifische ESG-Daten

[73] Genauere und weitere Definitionen siehe Söhnholz/Frank 2018
[74] Siehe dazu auch Söhnholz/Frank 2018

werden seit vielen Jahren systematisch erhoben und sind käuflich erwerbbar. Allerdings sind ESG-Daten oft teuer und selten einfach auszuwerten. Gerade Anleger mit relativ geringen Anlagevolumina müssen deshalb bisher auf standardisierte ESG-Produkte ausweichen[75].

Allgemein ist die Auswahl an „verantwortungsvollen" Titeln geringer als die aller Titel insgesamt. Die Einschränkung auf die Diversifikation muss dabei aber nicht zu groß sein, da es immer noch sehr viele kompatible Aktien gibt. Ist das nachhaltige Investment dann sogar noch eine Ergänzung zu klassischen marktbreiten Investments, hilft es sogar der Diversifikation.

3.2. SDG-Umsätze: Die wichtigste Nachhaltigkeitskennzahl

Ab Ende 2023 stand uns die Kennzahl aktivitätsbasierte SDG-vereinbare (Netto-)Umsätze zur Verfügung. Dabei werden alle SDG-negativen Umsätze von SDG-positiven Umsätzen abgezogen. Ein Unternehmen mit 60 % Umsätzen mit fossiler Energie und 40 % mit erneuerbarer Energie kommt so auf einen SDG-Umsatz von -20 %.

Diese Kennzahl haben wir ab Ende 2023 für unsere Aktienselektion und auch die SDG ETF-Selektion genutzt. Dabei stellte sich heraus, dass die Zahl aller Aktien, die eine netto-SDG-Umsatzvereinbarkeit von mindestens 50 % haben und die zugleich alle unseren anderen (ESG, Ausschlüsse etc.) Nachhaltigkeitsanforderungen erfüllen, relativ gering ist.

Wenig überraschend gab es auch nur relativ wenige ETFs, die unsere Nachhaltigkeitsanforderungen erfüllten.

Die folgenden Abschnitte stammen aus einem Blogbeitrag, den ich zu dem Thema geschrieben habe[76]:

Seltsame angeblich nachhaltige Unternehmen: Berechtigte ESG-Kritik

Meiner Meinung nach ist das größte Problem sogenannter nachhaltiger Fonds, dass sie Wertpapiere enthalten, die für viele potenzielle Interessenten nicht nachhaltig sind. Laut Morningstar ist zum Beispiel Iberdrola aus Spanien in den Top 20 vertreten (vgl. „Diese 8 Aktien sind in globalen Nachhaltigkeitsfonds weit verbreitet" von Morningstar.de vom 29.1.2025). Iberdrola erwirtschaftet aber einen nennenswerten Teil seiner Umsätze mit Gas und Atomenergie. Aptiv PLC ist ein traditioneller Automobilzulieferer und TE Connectivity gehören zu den Top 20. TE Connectivity entwickelt, fertigt und vermarktet Produkte für Kunden im Automobilsektor sowie im Bereich Luft- und Raumfahrt, Verteidigungssysteme, Telekommunikation, Computer und Unterhaltungselektronik" (Wikipedia-Abruf vom 16.2.2025).

HQ Trust hat vor kurzem eine Analyse veröffentlicht, nach der bei sogenannten Klimafonds NVIDIA, Microsoft, Apple, Alphabet, Meta, und Amazon besonders häufig hoch allokiert werden (vgl. Hannah Dudeck in Das Investment vom 4.2.2025: Welche Aktien in Klimafonds hoch gewichtet sind). Diese Unternehmen verbrauchen extrem viel Energie und Wasser. Auch das Halbleiterunternehmen Broadcom und Pharmaunternehmen Eli Lilly gehören häufig zu den Top Ten solcher Fonds.

[75] 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-Scores von MSCI

[76] vgl. SDG-Umsätze: Die wichtigste Nachhaltigkeitskennzahl - Responsible Investment Research Blog

Diese Unternehmen haben meistens gute oder sogar sehr gute ESG-Ratings. Das zeigt aber nur, dass sie in Bezug auf ihre Wettbewerber aus derselben Branche relativ (Best-in-Class) ökologisch, sozial und mit guter Unternehmensführung arbeiten. Best-in-Universe ESG-Scores, bei denen ein Vergleich mit allen gerateten Unternehmen erfolgt, werden dagegen selten veröffentlicht. Außerdem kann auch ein Unternehmen, das im Vergleich zu allen anderen Aktien gute ESG-Scores hat, Produkte und Services anbieten, die nicht besonders nachhaltig sind, weil sich die Scores vor allem auf die Prozesse der Unternehmen beziehen.

Gute Zusatzkennzahl verfügbar: SDG-Umsätze

Zusätzlich lässt sich schätzen bzw. messen, wie gut Unternehmen mit den nachhaltigen Entwicklungszielen der Vereinten Nationen vereinbar sind. Dafür kann man klassische Branchenkategorisierungen nutzen. Danach wären zum Beispiel alle Unternehmen mit dem Fokus Erneuerbare Energien oder Gesundheit komplett SDG-kompatibel. Seit einigen Jahren bieten Nachhaltigkeitsdatenanbieter detailliertere Beurteilungen an (vgl. dazu zum Beispiel SDG-Wirkungsmessung – ein Update zu Datenanbietern und deren Methodik von der DVFA vom Oktober 2023).

In diesem Zusammenhang sollte man zwischen SDG-Scores und SDG-vereinbaren Umsätzen und -Investments unterscheiden. SDG-Scores umfassen oft viele Elemente von ESG-Scores wie zum Beispiel Strom- und Wasserverbrauch. Aber auch Unternehmen mit guten SDG-Scores können nicht-nachhaltige Produkte und Services anbieten. SDG-vereinbare Umsätze sind deshalb eine hilfreichere Kennzahl. Auch SDG-vereinbare Investitionen können genutzt werden, um Unternehmen zu finden, die aktuell noch relativ geringe SDG-vereinbare Umsätze haben.

+100 % oder -20 % bei unterschiedlichen Definitionen der SDG-Umsätze

SDG-vereinbare Umsätze werden bereits von einigen Praktikern genutzt. Anleger müssen dabei auf mindestens zwei Aspekte achten: Wird eine unternehmensbezogene oder eine aktivitätsbasierte Bestimmung genutzt und werden Netto- oder Brutto-Umsätze verwendet. Bei der unternehmensbezogenen Methode („entity based“) wird ein Unternehmen mit Umsätzen oberhalb des selbst festgelegten Mindestwertes von zum Beispiel 30 % als komplett SDG-vereinbar eingeschätzt. So wird bei dem hier nicht genutzten “Entity Based” Ansatz ein Anbieter mit 60 % Umsätzen in fossiler Energie und 40 % Umsätzen in erneuerbarer Energie als 100 % SDG-kompatibel klassifiziert.

Wenn nur der positive „Brutto-„SDG-vereinbare Umsatz betrachtet wird, kommt dasselbe Unternehmen auf 40 % SDG-kompatible Umsätze. Bei der „Netto”-SDG-Vereinbarkeits-Umsatzbetrachtung ergeben dagegen 40 % erneuerbare (positive) und 60 % fossile (negative) Umsätze „netto“ -20 % SDG-vereinbare Umsätze.

Auch bei Anwendern der strengen Netto-Aktivitätsmethode kann es noch große Unterschiede geben. In der einfachen Variante werden zum Beispiel alle komplett auf Gesundheit oder erneuerbare Energien fokussierten Unternehmen als zu 100 % SDG-kompatibel klassifiziert. Andere Anbieter schränken die Anrechnung aber ein: zum Beispiel zählt nur der Bezug auf bestimmte Regionen, vor allem Entwicklungsländer, oder bestimmte Gesundheitsanwendungen wie zum Beispiel nur die schwersten Krankheiten.

Der von mir genutzte Datenanbieter Clarity.ai zum Beispiel weist mit einem strengen Ansatz für einen diversifizierten Gesundheits-ETF nur 7 % und für einen breit gestreuten ETF für erneuerbare Energien 43 % aktivitätsbasierte SDG Netto-Umsatzvereinbarkeit aus.

Die von diesem Datenanbieter als SDG-kompatibel klassifizierten Unternehmen sind auch von Laien anhand einfacher Analysen der Umsätze dieser Unternehmen sehr gut nachvollziehbar. Für

(prozessorientierte) SDG- und ESG-Scores gilt das leider nicht, weil sie sich oft aus Dutzenden von nicht einfach nachvollziehbaren Informationen zusammensetzen. Der strenge Ansatz lässt sich also auch am besten erklären.

Ein weiterer Vorteil der Kennzahl SDG-vereinbare Umsätze ist, dass diese nicht nur grüne, sondern auch soziale Umsätze umfasst, die bisher regulatorisch nicht ausreichend definiert sind und deshalb in vielen Nachhaltigkeitsfonds unterrepräsentiert sind.

Anleger sollten ESG-Scores und SDG-Umsätze gemeinsam nutzen

Allerdings sollten ESG-Scores (oder SDG-Scores) auch eine wichtige Rolle spielen, denn ein Wasserstoff-Spezialist oder ein Elektroautobauer wie Tesla mit schlechten Sozialscores sind keine umfassend nachhaltigen Investments.

Wenn für Anleger zusätzlich noch Ausschlüsse oder Shareholder-Engagement eine Rolle spielen müssen sie entscheiden, wie sie die einzelnen Nachhaltigkeitskriterien kombinieren bzw. gewichten wollen. Dazu hat die Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Assetmanagement schon vor einigen Jahren ein kostenloses Tool veröffentlicht, das kürzlich aktualisiert wurde (vgl. 18 Dimensionen nachhaltiger Anlagepolitik vom 8. November 2024 und ein aktuelles Anwendungsbeispiel hier Absolut_Report_Spezial_2024_06_DVFA_Anforderung.pdf).

Ich nutze die einzelnen Elemente für direkte Aktieninvestments wie folgt: Viele 100 % Ausschlüsse, relativ hohe separate Best-in-Universe Umwelt-, Sozial und Governancescore-Anforderungen und möglichst hohe aktivitätsbasierte netto SDG-Umsätze. Außerdem sollten die Unternehmen möglichst positiv auf mein Shareholder Engagement reagieren (zu den Begründungen und Details vgl. Nachhaltigkeitsinvestmentpolitik_der_Soehnholz_Asset_Management_GmbH)).

Es bleiben genug Diversifikationsmöglichkeiten übrig

Vielfach wird kritisiert, dass zu hohe Nachhaltigkeitsanforderungen die mögliche Diversifikation von Portfolios beschränken würden und deshalb zu riskanteren Portfolios führen würden. Sicher ist, dass jede Art von Anlagebeschränkung das Investmentuniversum reduziert. Weniger Aktien im Portfolio zu haben ist aber nicht gleichbedeutend mit mehr Risiko. So gilt die aktuell hohe Gewichtung von Technologie- und US-Aktien in Weltaktienindizes, als vergleichsweise riskant.

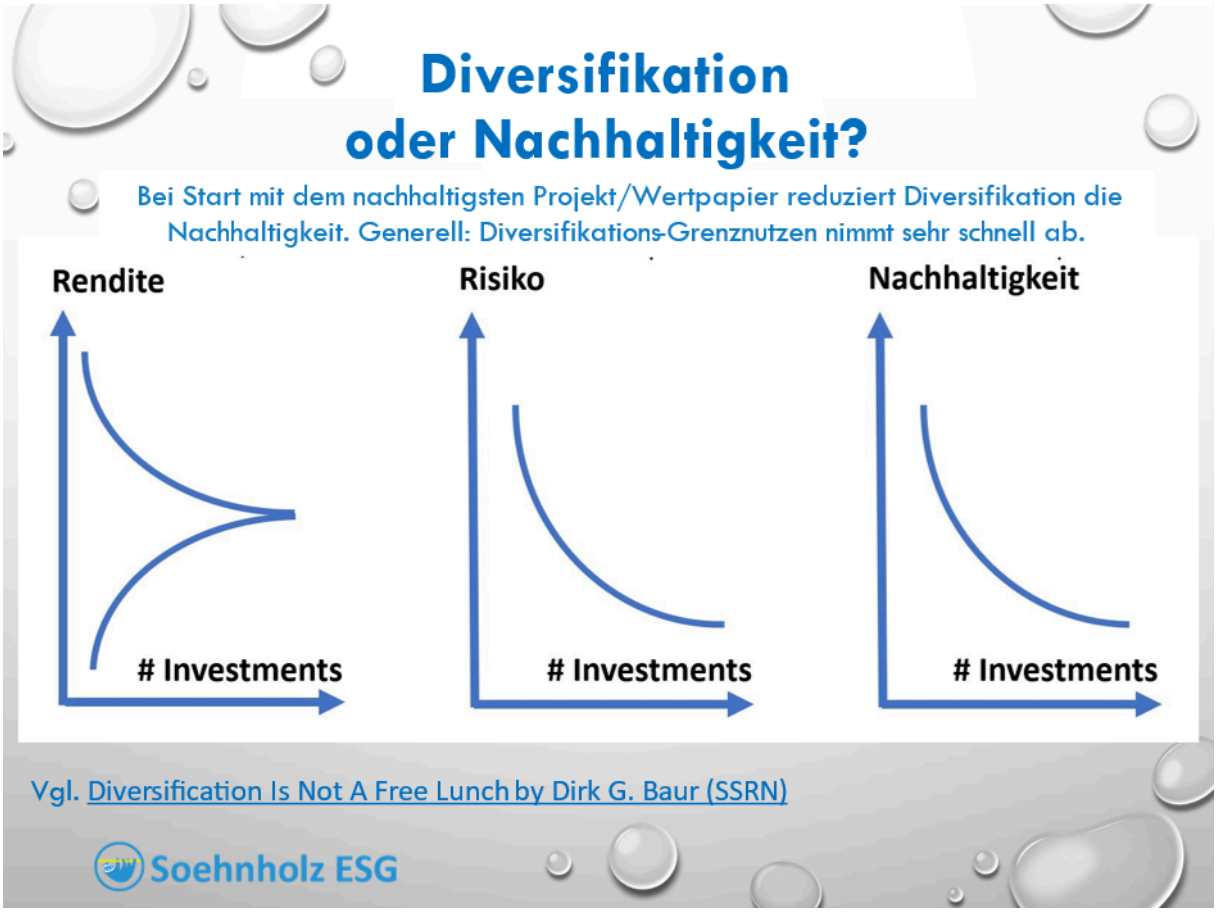
Hinzu kommt, dass eine Beschränkung auf Aktien mit geringen Umwelt-, Sozial- und Umweltrisiken Gesamtrisiko-senkend wirken kann. Schließlich sind ESG- und SDG-Risken ernstzunehmende Risiken, die immer wieder dafür gesorgt haben, dass Aktien sehr starke Wertverluste hinnehmen mussten. Zum Teil haben sich diese Unternehmen nie wieder komplett von dem Schaden erholt. .

3.3. Das Vorgehen für individualisierbare ESG SDG Aktienportfolios

Typischerweise erfolgt eine Beschränkung auf maximal 30 Wertpapiere pro Portfolio[77]. Die Titel sollen zu Jahresanfang gleichgewichtet in das jeweilige 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

[77] Untersuchungen zeigen, dass Segmentportfolios aus circa 15 Aktien ausreichend diversifiziert sein können.

Gleichgewicht rebalanciert. Unsere bisherige Erfahrung mit gleichgewichteten Portfolios und jährlichem Rebalancing ist sehr positiv[78].



Die Titel werden konsequent nach Nachhaltigkeits-Kriterien selektiert. Gutes Abschneiden bei diesen Kriterien ist deshalb nicht nur ein Zusatzkriterium. Wir stellen zum Beispiel jeweils Mindestanforderungen an die Scores 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.

Auch für 2025 und 2026 gibt es einige überwiegend geringfügige Regeländerungen[79]. 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-Score[80] werden folgende Kriterien genutzt:

1. Festlegung des Selektionsuniversums: Wir nutzen dafür alle Aktien eines Datenanbieters mit ESG-Scores für über 30.000 Aktien.

[78] 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
[79] So werden jetzt für alle Portfolios Mindest-SDG-Umsätze genutzt
[80] Aktuell deckt unser primärer Scoreanbieter über dreissigtausend Aktien ab

2. ESG-Score: Es muss ein zu den Top 50 % gehörendes[81] E, S und G Score bzw. Score (Best-in-Universe Score eines global aktiven ESG-Score-Anbieters (aktuell genutzt: Clarity.ai[82]) vorliegen.

3. SDG-Umsatz: Der aktivitätsbasierte Netto SDG-Umsatz muss über 66 % liegen. Dafür werden SDG-negative Umsätze wie für fossile Energien von SDG-positiven Umsätze wie für erneuerbare Energien abgezogen. Der SDG-Umsatz ist auch das primäre Rankingkriterium für Portfolioaufnahmen.

4. 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 ausgeschlossen[83].

5. 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 Tierversuchen, genetisch manipulierten Organismen, Schweine- und Rindfleisch, Leder und Felle, embryonale Stammzellenforschung und unethische Kreditvergaben[84]. Nicht grundsätzlich ausgeschlossen werden Empfängnisverhütung und Abtreibung, Agrochemie, medizinische vorgeschriebene Tierversuche, Cannabis oder Stammzellenforschung.

6. Berücksichtigung von Kapitalmaßnahmen (standardmäßig nur für den Fonds benutztes Kriterium): Aktien von Unternehmen werden 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. Verlustbegrenzung (standardmäßig nur für den Fonds benutztes Kriterium): Von den verbleibenden Aktien werden zusätzlich diejenigen mit Kursverlusten von mindestens 50 % in den letzten 12 Monaten vor dem jährlichen Selektionszeitpunkt ausgeschlossen[85].

---

[81] Dabei nutzen wir einen sogenannten Best-in-Universe Ansatz, d.h. die Scores müssen zu den jeweils besten aller vom Anbieter bewerteten Aktien gehören, unabhängig von Branchen, Ländern etc.. Die Skalierung der Scores 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.

[82] Scoring-Profil: Genutzt werden BiU Scores 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 Subindustry entspricht bzw. ein Wert von 1 bei Policies.

[83] 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.

[84] Für die Ausschlussprüfung werden nur Informationen des primären Score-Anbieters genutzt.

[85] 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

8. Doppelungsvermeidung (standardmäßig nur für den Fonds benutztes Kriterium): Unsere Portfolios sollen idealerweise 30 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 direkte Wettbewerber anhand von SDG-Umsätzen eliminiert[86].

9. Die Titel im Portfolio werden zum Portfoliostart gleichgewichtet.

Anpassungen erfolgen unterjährig nur, wenn diese aus technischen Gründen erforderlich sind, d.h. wenn z.B. eine Aktie von der Börse genommen wird[87]. Technische Anpassungen, z.B. Liquidationen von Aktien, Verschmelzungen oder Übernahmen, werden automatisch in den Depots der Anleger umgesetzt bzw. Anleger werden von ihren Banken bzw. Beratern/Verwaltern über solche Änderungen informiert. Für Liquidität aus solchen Anpassungen bzw. auch Ausschüttungen von Wertpapieren im Portfolio erfolgen unterjährig keine Ersatzanlagevorschläge[88].

Wenn ein Titel unterjährig gegen ein Selektions- oder Ausschlusskriterium verstößt, erfolgen standardmäßig keine unmittelbaren Maßnahmen, ausser für den Fonds. Jährlich erfolgt eine systematische Überprüfung aller Kriterien (Ausschlüsse, ESG-Scores etc.)).

Für Geschäftspartner und institutionelle Anleger können individuelle Portfolios z.B. für spezielle Anlageuniversen wie Aktien Europa bereitgestellt werden. Außerdem kann ein individuelles Nachhaltigkeits--Reporting geliefert werden. (ESG-) Stimmrechtsausübungen und Engagement sind ebenfalls grundsätzlich möglich.

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, konsequent nachhaltiger Aktienfonds. Die Aktienselektion erfolgt im ersten Schritt analog zu den ESG SDG Aktienportfolios. Von den ca. 500 „PureESG“ Aktienemittenten haben ungefähr 100 zusätzlich einen SDG-vereinbaren Nettoumsatz von mindestens 50 % und etwa 70 bis 80 haben 90 % oder mehr.

Seit 2025 wird im Fonds eine verglichen mit den Aktienportfolios strengere Titelauswahl umgesetzt. Eingesetzte Unternehmen müssen einen SDG Umsatz von über 95 % aufweisen können. Zusätzlich gibt es von der Depotbank Handelsausschlüsse bzw -Beschränkungen für einige Länder.

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.

[86] Für die Bestimmung von Wettbewerbern kann u.a. Microsoft Copilot und ChatGPT genutzt werden

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

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

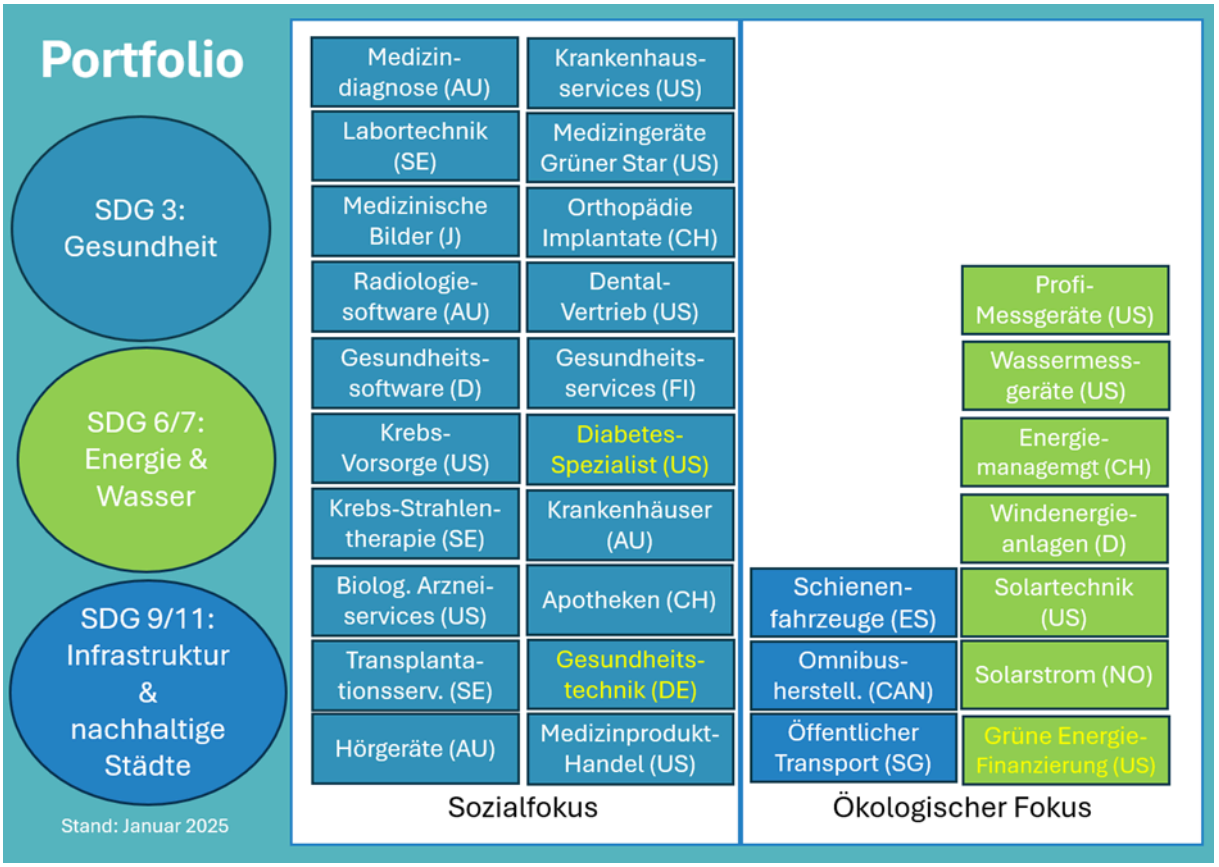
Alle Wertpapiere sind liquide und können typischerweise gut innerhalb eines Tages gekauft und veräußert werden.

Unterjährig erfolgen regelmäßige Prüfungen der E, S und G Scores, SDG-Umsätze und kritischer Aktivitäten von im Fonds eingesetzten Unternehmen.

Unterschreitet eine Aktie bestimmte Mindest-Scores, 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 einen etwas geringeren SDG-Umsätze bzw. Mindest-Umwelt-, Sozial- oder Governance-Score als die anfangs für den Fonds selektierten Aktien.

Nähere Informationen zum Sondervermögen sowie die aktuellen gesetzlichen Verkaufsunterlagen, welche die maßgeblichen Anlagebedingungen enthalten, sind über www.futurevest.fund erhältlich. Zusatzinformationen sind unter anderem dem dortigen Nachhaltigkeitsreporting und der Nachhaltigkeitsinvestmentpolitik zu entnehmen. So ist die komplette Zusammensetzung zum Beispiel im monatlich aktualisierten Engagementreport dokumentiert. Auch auf www.prof-soehnholz.com finden sich unter “My fund” zahlreiche Informationen zum Fonds, zum Beispiel Kurzbeschreibungen jedes Investments.



5. Neu: Portfolios aus aktiven Fonds

Ab Anfang 2025 bietet die DWPT drei nachhaltige Kernstrategien aus aktiv gemanagten Fonds an. **Die beiden Portfolios "ESG konservativ" und "ESG dynamisch" ersetzen die beiden bisher vom Portfoliomanagement der DWPT angebotenen entsprechenden Portfolios. Das "SDG Fondsportfolio" ist komplett neu.**

Vor allem der höhere Diversifikationsanspruch unterscheidet das "SDG Fondsportfolio" von dem FutureVest Equities Sustainable Development Goals Fonds R. Das gilt auch in Bezug auf das FutureVest ETF Sustainable Development Goals (Multi-Themen) Portfolio.

Hier sind die Ergebnisse der im Januar 2025 durchgeführten Analysen auf Basis von Daten von Clarity.ai[89]: Die Datenbasis umfasst knapp fünfhunderttausend Fondstranchen. Davon sind geschätzt ungefähr die Hälfte Tranchen von Aktienfonds, die vermutlich in Deutschland erworben werden können. Etwa fünfzehntausend Tranchen (5,5 % der Aktienfonds) bzw. 2.400 Fonds inklusive etwa 150 ETFs haben eine netto SDG-Umsatzvereinbarkeit von mindestens 25 %. Circa 3.500 Tranchen bzw. 600 Fonds haben eine netto SDG-Umsatzvereinbarkeit von mindestens 50 % (1,3 % der Aktienfonds).

Von den Fonds mit mindestens 25 % SDG-Umsatzvereinbarkeit haben 96 % einen Best-in-Universe ESG Score (eigene Best-in-Universe Definition auf Basis von Daten von Clarity.ai) von mindestens 50 und 74 % mindestens 60. Es gibt allerdings nur 42 Fonds mit einem ESG-Score von 70 oder mehr (2 %). Der höchste Best-in-Universe ESG-Score ist 72. Dabei handelt es sich um einen Fonds mit Investments in Schweizer Aktien. Die anderen Top-Fonds sind fast ausschließlich Gesundheitsfonds.

Nach SDG-Umsatz geordnet gibt es nur zwei Fonds mit 95 % (oder mehr) SDG-Umsatzanteil. Fünf Fonds haben 90 % SDG-Umsatzvereinbarkeit oder mehr und für knapp 60 Fonds wird eine SDG-Umsatzvereinbarkeit von 80 % oder mehr ausgewiesen. Nur gut 100 Fonds erreichen 70 und mehr und der Median der ungefähr 2.000 Fonds liegt bei 48,5 (Mittelwert 51).

Zum Vergleich: Für das FutureVest SDG ETF-Portfolio werden 6 (Themen-) ETFs mit einer SDG-Umsatzvereinbarkeit von insgesamt etwa 60 % in 2025 und 7 ETFs mit ca 70% in 2026 genutzt. Bei dem in Bezug auf die zugrunde liegenden Wertpapiere stärker diversifizierten FutureVest SDG Fondsportfolio aus aktiv gemanagten Fonds sind es insgesamt ungefähr 70 % SDG-Vereinbarkeit.

Laut einer aktuellen Untersuchung von Clarity.ai haben Artikel 9 Fonds nur ca 20 % SDG-Umsatzvereinbarkeit und Impactfonds knapp 50 %[90].

Die auf besonders gute ESG-Scores statt auf SDG fokussierten Portfolio FutureVest ESG Fondsportfolios dynamisch und konservativ erreichen dagegen nur etwas über 40 % SDG-Vereinbarkeit und die FutureVest ESG ETF-Portfolios liegen sogar bei unter 20 %.

Allerdings ist es uns – wie bei SDG ETFs – ebenfalls nicht gelungen, gute Anleihefonds mit hohen SDG-Umsätzen zu finden, so dass nur Aktienportfolios angeboten werden.

Die ESG-Scores der unterschiedlichen Portfolios, auch die der SDG-Portfolios, liegen dagegen näher zusammen.

---

[89] zu einer unvollständigen Analyse siehe Impactfonds im Nachhaltigkeitsvergleich vom 25.6.2024 und zwei aktuelle Beiträge vom 4.3.2025 auf www.prof-soehnholz.com: Hohe SDG Umsätze? Nur wenige Investmentfonds! und vom 18.2.2025 SDG-Umsätze: Die wichtigste Nachhaltigkeitskennzahl

[90] vgl. SDG Revenue Alignment: Bringing Clarity to Impact Investing | Clarity AI

Zusammenfassung der 3 Portfolios:

1) **FutureVest Sustainable Development Goals aktiv Fondsportfolio (neu)**: Die aktiven Fonds mit den höchsten SDG-vereinbaren Netto-Umsätzen pro Zielanlagesegment (vgl. Exkurs zu SDG-Umsätzen weiter oben) werden zu einem diversifizierten globalen Aktienportfolio kombiniert. Für 2026 werden zwei diversifizierte Fonds, drei sozial orientierte und vier ökologisch fokussiere Fonds so zusammengestellt, dass die Gesamtallokation annähernd 50/50 in Bezug auf soziale und ökologische Themen ist. Im Vergleich zu einem traditionellen globalen Aktienindex liegt die Kapitalisierung für gewöhnlich niedriger (eher Midcap-Fokus), der US-Anteil ist niedriger während der Europa-Anteil höher ist.

2) **FutureVest Nachhaltig dynamisch aktiv (ESG) Fondsportfolio**: Das Portfolio besteht nur aus Aktienfonds. Alle Fonds sollen mindestens 25 % SDG-Umsatzvereinbarkeit haben. Grundsätzlich werden die Fonds mit den höchsten ESG-Scores pro Zielanlagesegment selektiert. Dieses Portfolio enthält überwiegend Largecaps.

3) **FutureVest Nachhaltig konservativ aktiv (ESG) Fondsportfolio**: Das Portfolio besteht überwiegend aus Unternehmens-Anleihefonds mit Green-Bond Anteil und inklusive High-Yield Anleihefonds. Alle Fonds sollen mindestens 25 % SDG-Umsatzvereinbarkeit haben. Grundsätzlich werden die Fonds mit den höchsten ESG-Scores pro Zielanlagesegment selektiert. Das Portfolio enthält ebenfalls überwiegend Largecap-Emittenten mit einem relativ hohen Europa-Anteil bzw. relativ geringen Währungsrisiken.

Alle drei Portfolios enthalten einen Anteil des von der Soehnholz Asset Management GmbH beratenen FutureVest Equity Sustainable Development Goals R Fonds (vgl. Abschnitt zu diesem Fonds in diesem Dokument), der insgesamt 25 % am Portfolio nicht überschreiten sollte. Dieser Fonds erfüllt mit seinen sehr hohen SDG-Umsätzen und ESG-Scores die Selektionsbedingungen aller 3 Portfolios.

Aufgrund dieser Beimischung fallen für die Nutzung dieser drei Portfolios durch DWPT-Partner keine zusätzlichen Gebühren für die Soehnholz ESG GmbH an.

6. Portfolioüberblick für 2026

Nachhaltige Portfolios	Aktienanteil (ca.)	Positionen	Emittenten	SDG-Umsätze	ESG-BiU	CO2 Intensität (1+2)	kritische Unternehmen	Kritische Aktviitäten
FutureVest Equity SDG R Fonds	100%	1	30	99%	75	17	3%	1
ETF Sustainable Development Goals	100%	9	236	70%	67	205	59%	21
Nachhaltigkeit Konservativ Aktiv	15%	10	659	31%	66	112	41%	37
Nachhaltigkeit Dynamisch Aktiv	100%	8	289	39%	72	87	69%	37
ESG ETF Bonds Euro	0%	5	882	5%	66	72	46%	38
SDG Fondsportfolio Aktien	100%	7	317	69%	70	82	44%	34
ESG ETF Global ex Bonds	100%	4	281	14%	76	16	38%	31
ESG ETF Global	60%	7	663	9%	71	94	44%	38

ESG ETF Bonds Multiwährung	0%	7	740	4%	64	217	48%	39
Index ETF Global	60%	8	2186	3%	68	81	52%	46
ESG ETF 100/0	0%	13	1118	38%	67	139	49%	49
ESG ETF 30/70	30%	18	1399	16%	68	84	47%	49
ESG ETF 50/50	50%	18	1399	24%	69	91	57%	49
ESG ETF 70/30	70%	18	1399	31%	70	99	57%	49
ESG ETF 80/20	80%	18	1399	35%	70	103	57%	49

Datenquelle ist Clarity.ai. Die Portfolios und Daten können sich im Zeitablauf ändern und sollen nur Indikationen geben. Aktuelle Daten werden kooperierenden Partnern zur Verfügung gestellt.

Erläuterungen:

- Aktienanteil: Aktien gelten typischerweise als riskanter als Anleihen, welche die Differenz zu 100 % in dieser Spalte ausmachen. Aber Zinssteigerungen führen typischerweise zu Kursverlusten von Anleihen. Anleihe-ETFs enthalten meist zahlreiche "ältere" Anleihen, so dass einige Anleger keine Anleihe-ETFs in ihren Portfolios haben möchten.
- Positionen: Beim FutureVest Fonds handelt es sich um 30 Aktien, bei den anderen Portfolios um ETFs bzw. Fonds, die jeweils zahlreiche Aktien und/oder Anleihen enthalten können.
- Emittenten sind die Zahl von in den Portfolios enthaltenen unterschiedlichen Wertpapieren (Aktien und Anleihen).
- SDG-Umsätze werden aktivitätsbasiert betrachtet und netto ausgewiesen, also abzüglich etwaiger SDG-schädlicher Umsätze. Sie sind eine Indikation dafür, wie gut ein Portfolio mit den SDG vereinbar ist.
- ESG-BiU steht für Best-in-Universe ESG-Scores. Höhere Scores sind eine Indikation für geringere ESG-Risiken. Das mir bekannte Maximum für Fonds ist 79.
- CO2-Intensität gibt die gewichtete durchschnittliche Kohlenstoffintensität in Tonnen CO2e pro Mio. USD Umsatz von Unternehmen aus den jeweiligen Portfolios an.
- Kritische Unternehmen ist der Anteil der Unternehmen mit potenziell kritischen Aktivitäten im jeweiligen Portfolio

- Kritische Aktivitäten beziehen sich auf die umfangreiche Liste, die hier zu finden ist: „Potenziell kritische Aktivitäten und Ausschlüsse“ auf www.futurevest.fund und Nachhaltigkeitsinvestmentpolitik_der_Soehnholz_Asset_Management_GmbH.pdf).
- Shareholder Engagement wird typischerweise nur für aktive Fonds in nennenswertem Umfang betrieben und nicht von ETF-Anbietern.

Das kostenlos frei verfügbare FRIPI-Tool der DVFA ermöglicht es, diese Nachhaltigkeitskennzahlen zu einem individuellen Indikator zusammenzufügen (für ein Anwendungsbeispiel siehe die eben erwähnte Nachhaltigkeitsinvestmentpolitik)[91].

Portfolio	**Kurzbeschreibung**
Index ETF Portfolio Global	In der Strategie wird die geschätzte Verteilung aller Kapitalanlagen aller Anleger weltweit mit ETFs nachgebildet.
FutureVest ESG ETF Global	Die geschätzte Verteilung der Kapitalanlagen aller Anleger weltweit wird mit möglichst konsequenten ESG-ETFs umgesetzt. Statt Staatsanleihen werden Anleihen von multinationalen Entwicklungsbanken genutzt.
FutureVest ESG ETF Global ex Bonds	Die geschätzte Verteilung der Kapitalanlagen aller Anleger weltweit wird mit möglichst konsequenten ESG-ETFs umgesetzt. Das Marktsegment Anleihen wird dabei nicht berücksichtigt.
FutureVest ESG ETF Bonds Euro	Die Strategie bildet die Weltmarktallokation nur in Bezug auf Anleihen nach. Zusätzlich werden kurzlaufende Anleihen genutzt. In diesem Rahmen werden nur nachhaltige Anleihe-ETFs mit Fokus auf in Euro notierte bzw. gegen Fremdwährungsrisiken abgesicherte Anleihen genutzt.
FutureVest ESG ETF Bonds Multiwährung	Die Strategie bildet eine Weltmarktallokation nur in Bezug auf nachhaltige Anleihen nach. Es werden auch Fremdwährungs- sowie High-Yield-Anleihe-ETFs genutzt.
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 und erneuerbare Energien berücksichtigt. Dabei werden thematische ETFs mit guten SDG Umsätzen selektiert, die überwiegend in mittelgroße Unternehmen investieren. Pro Thema wird nur ein ETF selektiert und ökologisch und sozial orientierte ETFs werden anfangs insgesamt ungefähr gleich gewichtetet.
FutureVest Nachhaltig Dynamisch Aktiv	Grundsätzlich werden die Aktienfonds mit den höchsten ESG-Scores pro Zielanlagesegment selektiert, die mindestens 25 % SDG-Umsatzvereinbarkeit haben. Dieses Portfolio enthält überwiegend Largecaps mit einem relativ hohen Europaanteil.
FutureVest Nachhaltig Konservativ Aktiv	Grundsätzlich werden die Anleihefonds und max. 15 % Aktienfonds mit den höchsten ESG-Scores pro Zielanlagesegment selektiert, die mindestens 25 % SDG-Umsatzvereinbarkeit haben. Dieses Portfolio enthält überwiegend Largecap-Emittenten mit einem relativ hohen Europaanteil.
Direkte SDG ESG Aktienportfolios	Basierend auf ca. 100 Aktien, die nach strengen Nachhaltigkeitskriterien, vor allem SDG-vereinbaren Netto-Umsätzen, ausgewählt wurden, können Berater- oder Kunden-individuelle Portfolios bereitgestellt werden. Diese bestehen typischerweise aus 30 internationalen Small- und Midcap Aktien, die regelbasiert nach strengen Ausschlüssen und nach Umwelt-, Sozial- und Unternehmensführungsanforderungen (E/S/G, Best-in-Universe) selektiert werden. Es handelt sich vor allem um Aktien aus den Segmenten Gesundheit, erneuerbare Energien, GreenTech und öffentlichem Transport.

[91] siehe die Nachhaltigkeitsinvestmentpolitik auf www.fututurevest.fund.

7. Systematische Portfolioveränderungen im Zeitverlauf

7.1. 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 wird[92]. 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 Anlegerpräferenzen ändern[93]. Die Risikotragfähigkeit privater Anleger steigt im Laufe ihres Lebens typischerweise zunächst an, weil sie im Laufe der Zeit mehr verdienen und höhere Vermögen bzw. Puffer schaffen können. Im Rentenalter werden Anleger dagegen oft 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 wären[94].

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

---

[92] 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
[93] Vanguard 2015, S. 10: Aber ”investors preferences may be less precise than theory assumes”.
[94] Unterschiedliche Rebalancierungen können bei www.portfoliovisualizer.com unter Backtest Portfolio und Backtest Asset Allocation selbst getestet werden. Dabei werden allerdings Umsetzungskosten vernachlässigt.

Mit Rebalancierungen sind aber sicher immer Kosten verbunden, und zwar nicht nur direkte Transaktionskosten, sondern unter Umständen auch steuerliche Effekte und andere indirekte Kosten[95].

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 und/oder stark schwankend sind.[96]

Vanguard analysiert z.B. die Periode von 2006 bis 2014, in denen Aktienanteile zeitweise bei 62 % Prozent lagen, in der Krise 2008 auf 38 % sanken und dann wieder auf 56 % stiegen. Vanguard stellt fest, dass diese Verschiebungen im Wesentlichen auf Performanceentwicklungen der Anlageklassen zurückzuführen sind.[97]

Bei diesen Annahmen kann gut argumentiert werden, dass Rebalancierungen[98] 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.

7.2. Regelmäßige Anpassungen der ETF- und Fonds-Portfolios

Verschmelzungen von Aktien, ETFs oder aktiven Fonds werden sofort im Portfolio umgesetzt. Wenn Aktien, ETFs oder Fonds ersatzlos entfallen, wird nach einem Ersatz gesucht, der den Allokations- und Aktien-, ETF- oder Fonds-Selektionsregeln entspricht. Wenn ein solcher Ersatz gefunden wird, soll er innerhalb eines Monats nach Entfall des ursprünglichen Wertpapiers ins Portfolio aufgenommen werden

Einmal pro Jahr, für gewöhnlich im Frühjahr, werden alle Portfolios systematisch überprüft. Dabei wird geprüft, ob es sinnvoll ist, die Asset-Allokation, vor allem bei neuen Studien zur Weltmarktallokation, bzw. die Regeln für Portfolios zu ändern.

---

[95] Vanguard 2015, S. 3: Taxes, direct transaction costs, time and labor (opportunity) costs, trading restrictions
[96] 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.
[97] s. Vanguard 2015, S. 4
[98] der Begriff wird im Folgenden auch für andere systematische Allokationsanpassungen verwendet

7.3. 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 wichtigsten Quellen Doesjwijk/Lam/Swinkels aus dem Jahr 2014 und Vacchino/Schuller aus 2015 berücksichtigt. Beide Quellen haben Stärken und Schwächen und werden von uns deshalb nicht einfach übernommen.

8. Zusammenfassung der Nachhaltigkeitspolitik

Unsere detaillierte Nachhaltigkeitsinvestmentpolitik ist auf www.futurevest.fund zu finden. Hier sind Auszüge daraus:

Hier sind die FRIPI Scores der Portfolios nach meiner Nachhaltigkeitspolitik[99]:

- **Index ETF Global Portfolio**: Dieses Portfolios verfolgt keinen Nachhaltigkeitsansatz und hat deshalb einen FRIPI-Score von 0 %
- **FutureVest ESG ETF Portfolios**: Die ESG- bzw. SRI ETFs enthalten zwar in der Regel 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 % FRIPI-Resultat**
- **FutureVest SDG ETF 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 > 70 %, da Unternehmen vor allem nach ihren Aktivitäten selektiert wurden: **55 % FRIPI-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, allerdings erfolgt kein Shareholder Engagement und keine Stimmrechtsausübungen: **90 % FRIPI-Resultat**

Söhnholz ESG-Angebote im Vergleich

	FutureVest Fonds	**Nachhaltige ETF- und Fonds-Modellportfolios**	**Individualisierbare Eigen-Portfolios**
Zielkunden	Alle	Alle	Großkunden

[99] Vgl. separates Dokument auf www.futurevest.fund

Ausschlüsse	Sehr umfassend inkl. Tierversuche und genetisch manipulierte Organismen (GMO)	Anbieterabhängig werden meist 5 % mit unerwünschten Aktivitäten zugelassen	Sehr umfassend (Tierversuche und GMO sind nicht generell ausgeschlossen)
ESG Selektionsdetails	Separate E, S und G Best-in-Universe-Scores	Aggregierte E, S und G Best-in-Universe-Scores	Separate E, S und G Best-in-Universe-Scores
Impact- bzw. SDG Ansatz	SDG-Umsätze > 95 %	Für SDG-Portfolios SDG-Umsätze > 50 %	SDG-Umsätze > 50 %
Titelanzahl	30	Portfolioabhängig 200 bis 1500	Individuell bis max. 100
Titelgewichtung	Anleger-Kapitalflußabhängig antizyklisch	ESG jährlich kapitalgewichtet, SDG gleichgewichtet	Individuell
Unterjährige Rebalanzierungen	Anleger-Kapitalflußabhängig antizyklisch	Keine	Individuell
Abweichungen zu Standardindizes	Sehr hoch	ESG moderat, SDG sehr hoch	Sehr hoch
Stimmrechtsausübungen	Keine	T.w. durch Produktanbieter	Individuell
Engagement	Sehr umfassend	T.w. durch Produktanbieter	Individuell
Mindestinvestment	EUR 50	Meist relativ gering (Vermögensverwalterabhängig)	Meist relativ hoch (Vermögensverwalterabhängig)

9. Literaturverzeichnis

AON Hewitt (2014): Das Weltmarktportfolio: Konsequenzen für institutionelle Investoren, September

Auer, B.R. (2015a): Online Service-Portal der Auer Lehrbuchreihe; www.wima-auer-seitz.de

Auer, B.R. (2015b): Do socially responsible investment policies add or destroy European stock portfolio value?, in Journal of Business Ethics

Auer, B.R.; Schuhmacher, F. (2015): Extremwerttheorie und Value-at-Risk, WiSt, 5/2015, 259-267

Auer, B.R.; Schuhmacher, F. (2016): Do socially (ir)responsible investments pay? New evidence from international ESG data, The Quarterly Review of Economics and Finance Nr. 59, S. 51-62

Bhattacharya, U.; Hackethal. A.; Kaesler, S.; Loos, B.; Meyer, S. (2012): Is Unbiased Financial Advice to Retail Investors Sufficient? Answers from a Large Field Study, Review of Financial Studies, 2012, 975-1032

Boudoukh, J; Katz, M.; Richardson, M.; Thapar, A. (2015): Risk Without Reward: The Case for Strategic FX Hedging, September 18, 2015, AQR Publication

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin 2015): Anlageberatung –Was Sie als Kunde beachten sollten, März

BVI (2014): Offene Investmentfonds: Flexibel und vor Insolvenz geschützt

Coval, J.D; Moskowitz, T. (1999): Home Bias at Home: Local Equity Preference in Domestic Portfolios, The Journal of Finance, December, 2045 - 2073

Credit Suisse Research Institute (2014): Emerging capital markets: The road to 2030, July

Dahm, L.K.; Sorhage, C. (2015): Milk or Wine, Mutual funds (dis)economies of life, Centre for Financial Research Working Paper, 05

DeMiguel, V; Garlappi, L; Uppal, R. (2009): Optimal Versus Naive Diversification: How Inefficient is the 1/N Portfolio Strategy? in The Review of Financial Studies, vol. 22 nr. 5

Doeswijk, R.Q.; Lam, T.R.; Swinkels, L. (2014): The Global Multi-Asset Market Portfolio 1959-2012, Jan.

Doeswijk, R.Q.; Swinkels, L. (2024), The Risk and Reward of Investing (February 24).

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): IntegScore 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

10. 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 2026