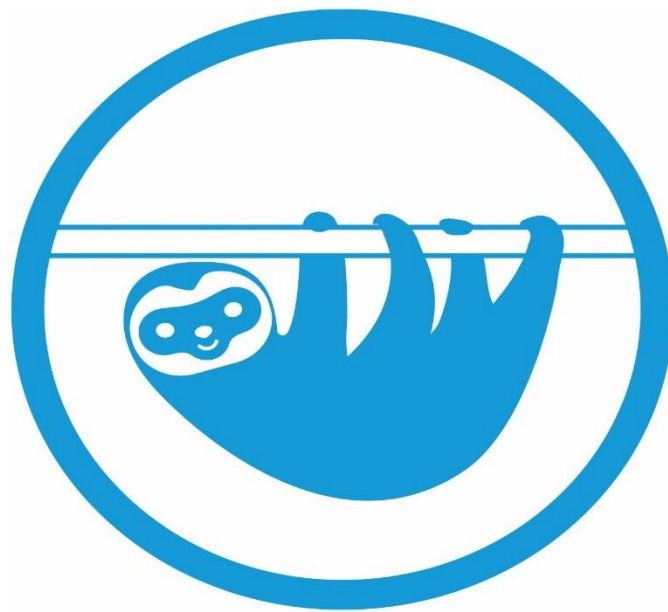


# Das Soehnholz ESG und SDG Portfoliobuch

von Prof. Dr. Dirk Söhnholz

**Stand:** 16.6.2025<sup>1</sup>



---

<sup>1</sup> Wichtigste Änderungen gegenüber der letzten Version von 2024: 1) Die Mindestallokationsquote für alle Portfolios ist von 5% auf 7,5% erhöht worden, Damit entfallen t.w. explizite Allokationen zu einigen Alternatives-Segmenten der Vorjahre. 2) Für nachhaltige Portfolios sind nur noch ETF- und Fondsanbieter zulässig, die beim Shareholder Engagement nicht negativ aufgefallen sind, was vor allem US-Anbieter betrifft. 3) Es werden keine Einzelaktienbasierten standardisierten Modellportfolios mehr angeboten, sondern nur noch kuratierte „ESG SDG Eigenportfolio-Listen“, die für/mit Kunden auf Basis einer Longlist von ca 100 besonders nachhaltigen Aktien zusammengestellt werden. 4) Es wird ein neues Portfolio aus aktiven SDG-Fonds angeboten. Für dieses Portfolio fallen für Early-Adopter keine Gebühren für die Soehnholz ESG an. 5) Die Abschnitte „Best-in-Universe Scores“, „SDG Umsätze“ und „Maximale Portfolio-Nachhaltigkeit“ sind neu.

Die einzelnen Bestandteile dieses Buches sind ab 2015 entstanden. **Seit 2017 sind ESG (Environmental, Social und Governance) und SDG (Sustainable Development Goal) Portfolios der Fokus mit stark zunehmender Bedeutung von ESG+SDG Portfolios. Im März 2021 wurde die Diversifikator GmbH in Söhnholz ESG GmbH umbenannt.**

Grobgliederung:

1. Unternehmenskonzept und Investmentphilosophie
2. ESG und SDG ETF-Portfolios: Asset-Allokation und ETF-Selektion
3. Direkte Aktieninvestments: SDG-Eigenportfolios
4. Der FutureVest Equity Sustainable Development Goals Fonds
5. SDG-Portfolios aus "aktiven" Investmentfonds
6. Portfolioüberblick
7. Nachhaltigkeitsinvestmentpolitik
8. Fragen und Antworten: Warum wir 80% anders sind
9. Literaturverzeichnis

**Achtung:** Die Werte von Geldanlagen können sowohl steigen als auch fallen. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit bietet keine Garantie für die zukünftige Entwicklung des Wertes einer Anlage.

## Inhalt

1.	Das Unternehmenskonzept.....	5
1.1.	Ausgangslage: Fokus auf nachhaltige Modellportfolios.....	5
1.2.	Geschäftskonzept: Transparente Anlage-Modellportfolios zur Beraterunterstützung und keine Endkundenberatung.....	8
1.3.	Unsere Ziele: Attraktive Rendite bei vertretbarem Risiko und hohe Liquidität und Nachhaltigkeit statt Pseudo-Optimierungen.....	10
1.4.	Unsere Prinzipien bzw. „andere“ Investmentphilosophie: Systematisch, aber ohne Prognosen.....	12
1.5.	Unsere Umsetzung: Regelbasierte Allokation mit passiven Instrumenten oder einzelnen Wertpapieren.....	15
1.6.	Die ersten Schritte: Wie wir zum Ausgangs- bzw. Start- Multi-Asset-Portfolio kommen	16
1.7.	Warum unser Weltmarktportfolio relativ viel alternative Investments enthält.....	20
1.8.	Strukturierte und nachvollziehbare ETF-Selektion.....	23
1.9.	Keine standardisierte Währungsabsicherung.....	25
1.10.	Individuelle Anpassungsmöglichkeiten für Anleger-Portfolios.....	26
1.11.	Anlageberater haben sehr wichtige Aufgaben.....	30
1.12.	Datenschutz durch weitgehenden Verzicht auf Analysen von Anlegerdaten (Small Data Ansatz)	32
1.13.	„Verantwortungsvolles“ Investieren und neuartiges ESG ETF-Portfolio ab 2016.....	32
1.14.	Institutionelle Ansprüche und Eignung auch für professionelle Anleger.....	35
1.15.	Kritik an kapitalgewichteten und Faktorprodukten.....	36
1.16.	Risikosteuerung über Zeit (Sparpläne) und mit Trend-Signalen.....	37
1.17.	Relativ geringe Kosten im Vergleich zu traditionellen Angeboten.....	39
1.18.	Umsetzung im individuellen Depot (Execution only).....	41
1.19.	Portfolio-Zugang über (ETF-)Dachfonds, fondsgebundene Versicherungen und andere Verpackungen.....	42
1.20.	Selbstbeschränkung des Anlageuniversums auf Fonds und liquide Aktien und Anleihen	43
1.21.	Reporting und Monitoring von Modellportfolios.....	44
1.22.	Wissenschaftliche Basis.....	44
1.23.	Risiken und Interessenkonflikte.....	45

1.24.	Selbstkritik und kontinuierlicher Verbesserungsprozess .....	45
1.25.	Über uns.....	47
2.	ETF-Portfolios: Asset Allokation und ETF-Selektion.....	49
2.1.	Asset Allokation des Weltmarktportfolios (2016 – 2024) und des ESG ETF-Portfolios (ab 2016)	49
2.2.	Keine umfassende Indexselektion.....	52
2.3.	ETF-Selektionsregeln und Änderungen für 2025.....	54
2.4.	Anmerkungen zu Rückrechnungen.....	57
2.5.	Exkurs: Risikomanagement.....	58
2.5.1.	Anlegerspezifisches Risikomanagement.....	58
2.5.2.	Konzept eines portfoliobezogenen Risikomanagements.....	64
2.5.3.	Optionale bzw. genutzte Risikomodelle: 200-Tagelinie und 40-Tagelinie.....	66
2.6.	ESG ETF-Portfolio (Start 15.2.2016).....	67
2.7.	Weitere ESG ETF-Portfolios.....	71
2.8.	SDG ETF-Portfolios ab 2019.....	73
2.9.	Best-in-Universe ESG-Scores sind viel strenger als Best-in-Class Scores.....	80
2.10.	Warum SDG-Umsätze so wichtig sind und einige Statistiken dazu.....	83
3.	Direktes Aktienkonzept: Eigenportfolios.....	91
3.1.	Begründung für das Vorgehen bei der Portfoliobildung.....	91
3.2.	Umsetzung von reinen ESG-Aktienportfolios (nicht mehr aktiv angeboten).....	92
3.3.	Das Vorgehen für die ESG SDG Modell- und Eigenportfolios und den FutureVest Equity Sustainable Development Goals R Fonds.....	93
3.4.	Investierbare ESG-Indizes bzw. Direct ESG Indexing (September 2017 bis Ende 2024).....	101
3.5.	Hintergrund zum Global Equities ESG SDG Index (ab 2027) und den ESG SDG Portfolios	102
4.	Der FutureVest Equity Sustainable Development Goals Fonds.....	107
5.	Portfolios aus klassischen Investmentfonds mit hohen SDG-Vereinbarkeiten (ab 2025)	115
6.	Portfolioüberblick und Veränderungssystematik.....	118
6.1.	Portfolio(regel)überblick.....	118
6.2.	Vorbemerkungen zu systematischen Portfolioveränderungen im Zeitverlauf.....	122

6.3.	Rebalancierungen.....	122
6.4.	Vorgehen bei der regelmäßigen jährlichen Portfolioüberprüfung der Modellportfolios und unterjährige Änderungen .....	125
6.5.	Maximale Portfolio-Nachhaltigkeit: Was geht? .....	133
7.	Unsere Nachhaltigkeitspolitik.....	138
7.1.	Kurzfassung von „Purpose“ und „Theory of Change“ der Soehnholz ESG und der Soehnholz Asset Management GmbH .....	138
7.2.	Ausgangslage.....	140
8.	Manchmal gestellte Fragen und Antworten und warum wir 80% anders sind .....	145
8.1.	Wie sind das Geschäftsmodell und die (Regulierungs-)Hintergründe der Soehnholz ESG GmbH? 145	
8.2.	Ist die Soehnholz ESG GmbH zu klein?.....	146
8.3.	Welche operationalen Risiken gibt es? .....	146
8.4.	Was für Kosten fallen für die Nutzung der Services der Soehnholz ESG GmbH an? .....	147
8.5.	Welche Performances und Rückrechnungen sind verfügbar?.....	147
8.6.	Wieso sind wir 80% anders? .....	148
9.	Literaturverzeichnis und Disclaimer .....	150

## 1. Das Unternehmenskonzept

### 1.1. Ausgangslage: Fokus auf nachhaltige Modellportfolios

Es gibt schon so viele Investmentprodukte und Anbieter, wozu braucht es da noch einen weiteren Anbieter? Meine Antwort: Die Soehnholz ESG GmbH<sup>2</sup> liefert Beratern<sup>3</sup> und Anlegern einen „Baukasten“, der grundsätzlich die komplette Vermögensanlage mit besonders konsequent

---

<sup>2</sup> Die Diversifikator GmbH wurde im März 2021 in Soehnholz ESG GmbH umbenannt

<sup>3</sup> Berater wird in diesem Buch meist als Oberbegriff für Vermögensverwalter, Finanzplaner, Anlageberater, Anlagevermittler etc. genutzt

„verantwortungsvollen“ Portfolios ermöglicht. Hinzu kommt, dass die Soehnholz ESG GmbH sehr effizient maßgeschneiderte Portfolios entwickeln kann.

In den USA und Großbritannien werden **professionelle Modellportfolios** von sehr vielen Vermögensverwaltern und Beratern genutzt. Die Soehnholz ESG GmbH ist allerdings ein deutscher Pionier in Bezug auf solche Angebote und auch international kennen wir keinen vergleichbaren Modellportfolio-Spezialisten mit dem Fokus auf konsequent nachhaltige Geldanlagen.

Meines Wissens war Diversifikator im März 2016 der erste Anbieter eines öffentlichen ESG ETF-Portfolios<sup>4</sup>. Seit Anfang 2017 stehen Environmental-, Social- und Governance-Faktoren (ESG) und Modellportfolios auf Basis von Aktien (direkt statt ETF-basiert) im Vordergrund der Aktivitäten. Im Laufe der Jahre wurden zahlreiche weitere innovative Portfolios entwickelt. Ab Ende 2023 liegt der Fokus vor allem auf ESG-Portfolios, die sich an den Sustainable Development Goals (SDG) der Vereinten Nationen orientieren.

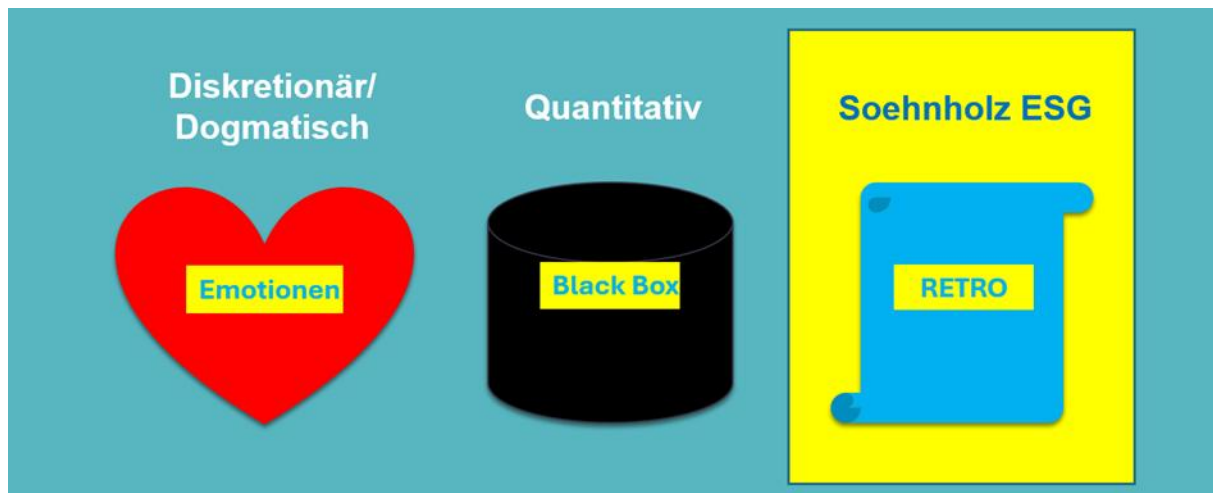
Diese Portfolios können auch ergänzend zu anderen Anlagen genutzt werden. So kann ein Anleger neben oft intransparenten diskretionären<sup>5</sup> oder prognoseabhängigen quantitativen Ansätzen mit diesen Portfolios eine andere (nämlich eine systematisch-prognosefreie) Anlagephilosophie in seine Portfolios aufnehmen und so über sehr unterschiedliche Investmentüberzeugungen diversifizieren.

Die Soehnholz ESG GmbH liefert **regelbasierte**, **evidenzbasierte**, **transparente**, **robuste** und **optimierungsfreie** („RETRO“) und kostengünstige traditionelle und „verantwortungsvolle“ Investmentlösungen an. Dazu wird offline und online eine Endkunden- und Beraterunterstützung angeboten.

---

<sup>4</sup> ETF steht für Exchange Traded Funds. Damit sind meist relativ breit gestreute anlagesegmentspezifische passive bzw. regelbasierte Indexabhängige Investmentportfolios gemeint, die an Börsen gehandelt werden können. ESG steht für Umwelt-, Sozial- und Unternehmensführungsfaktoren (Environment, Social, Governance)

<sup>5</sup> diskretionär bedeutet „nach freiem Ermessen handelnd“



Damit sollten folgende Probleme reduziert werden können:

**Unzureichende Rendite durch hohe Kosten:** Die meisten Anlageprodukte schlagen ihre Vergleichsindizes nicht. Das liegt sehr oft an relativ hohen Kosten der Produkte. Die meisten Banken, Finanz- und Anlageberater bieten überwiegend Produkte mit hohen Provisionen<sup>6</sup> und selten kostengünstigen Indexfonds (z.B. ETFs, Exchange Traded Fonds) bzw. Modellportfolios an.

**Hohe Marktrisiken bzw. geringe Diversifikation:** Die meisten sogenannten defensiven Multi-Asset bzw. vermögensverwaltenden Produkte sind stark von Anleihen abhängig. Wenn Zinsen steigen, verlieren Anleihen aber an Wert. Sehr viele sogenannte dynamische Produkte sind stark von hochkapitalisierten (Technologie-)Aktien („Mega Caps“) aus Industrieländern, vor allem den USA, abhängig und nutzen nur einen Teil aller Diversifikationsmöglichkeiten<sup>7</sup>.

**Hohe Modellrisiken:** „Optimierte“ Produkte sind oft stark von Modellen, diesen zu Grunde liegenden Annahmen bzw. Restriktionen und den genutzten Eingabedaten – vor allem Prognosen aller Art – abhängig. Das führt zu erheblichen Daten-, Prognose- und Modellrisiken und oft zu Fragilität der Portfolios im Gegensatz zu einer unseres Erachtens nötigen Robustheit. Robustheit kann sich zum Beispiel durch eine weitgehende Unabhängigkeit von Portfoliomanager-individuellen („diskretionären“) Fehleinschätzungen, Fehlprognosen und Modellfehlern quantitativer Portfoliomanager.

**Wenig Transparenz:** Es kommen ständig neue Produkte auf den Markt. Es ist für Kunden bzw. Berater kaum möglich, das Angebot an Anlageprodukten zu überschauen. Produkte werden zunehmend komplexer und bieten oftmals nur wenig Transparenz, sogar bei einfach transparent

---

<sup>6</sup> Fonds mit hohen (Vertriebs-)Gebühren zählen oft zu den meistverkauften Fonds

<sup>7</sup> Zu unserem Diversifikationsansatz in Bezug auf Aktien vgl. [30 stocks, if responsible, are all I need - Responsible Investment Research Blog \(prof-soehholz.com\)](https://www.prof-soehholz.com/responsible-investment-research-blog)

zu machenden Kosten und noch seltener bei Investmentregeln. So können Berater kaum gute Beratung liefern.

**Wenig Nachhaltigkeit:** Unter Experten besteht weitgehende Einigkeit darüber, dass vor allem Aktienanlagen, die „verantwortungsvollen“ (ESG: Environmental, Social, Governance) Selektionskriterien folgen, dauerhaft keine systematischen Rendite- oder Risikonachteile gegenüber traditionellen Portfolios haben. Trotzdem gibt es auch im Jahr 2025 auch international nur sehr wenige (keine?) Angebote mit so strengen Nachhaltigkeitsanforderungen wie unseren Portfolios.

## 1.2. Geschäftskonzept: Transparente Anlage-Modellportfolios zur Beraterunterstützung und keine Endkundenberatung

Unser Kernservice ist die Entwicklung einfach umzusetzender Modellportfolios zur Unterstützung für Anlageberater. Dabei sind wir unabhängig von anderen Finanzdienstleistern, also Produktanbietern, Abwicklungswegen bzw. Depotbanken oder auch Versicherungen.

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

In Kombination der Portfolios mit möglichst risikofreien Anlagen (hier auch „Cash“ genannt<sup>8</sup>) können Berater anlegerindividuelle Anlageportfolios anbieten.

Unsere systematisch-prognosefreie Investmentphilosophie unterscheidet sich erheblich von den Anlagephilosophien der meisten anderen Anbieter. Wir versuchen, alle unsere Annahmen transparent und nachvollziehbar zu machen. Anlageberater und grundsätzlich auch ihre Kunden sollen möglichst die gleichen Informationen haben wie wir.<sup>9</sup>

Unsere Services sind unseres Erachtens grundsätzlich für alle Arten von Kunden – vom Kleinanleger bis zum institutionellen Anleger – geeignet, und wir arbeiten gerne mit allen Arten von Beratern zusammen.

---

<sup>8</sup> Unter „Cash“ wird kein Bargeld verstanden sondern möglichst risikolose Kurzfristanlagen wie sogenanntes Giro- oder Tagesgeld. Bei Inflation verlieren solche Anlagen allerdings typischerweise real an Wert.

<sup>9</sup> Dabei gibt es rechtliche, aber auch finanzielle Einschränkungen, weil einige Daten bzw. Informationen nicht oder nicht mit für uns vertretbaren Kosten frei zugänglich gemacht werden dürfen bzw. können

Wir halten Regulierung grundsätzlich für wichtig und haben als Mitarbeiter bzw. Geschäftsführer regulierter Gesellschaften einige positive Erfahrungen mit Regulierung gesammelt. Unser Geschäftsmodell ist aber so konzipiert, dass wir selbst nicht reguliert sein müssen. Dafür arbeiten wir gerne mit regulierten Partnern zusammen. Bei Bedarf können wir unsere Services auch unter einem Haftungsdach anbieten<sup>10</sup>.

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

**Wir vermitteln nicht:** Für unsere Modellportfolios werden Bestandteile nach den von uns entwickelten Regeln ausgesucht. Wir vermitteln keine Produkte und nehmen deshalb auch keine Vermittlungsgebühren an<sup>11</sup>. Wir erhalten aber Servicegebühren von Beratern bzw. Banken und Versicherungen, die unsere Modellportfolios empfehlen. Diese Gebühren sind relativ gering und weitgehend standardisiert. Zusätzlich bieten wir Portfolios an, die auch den von uns entwickelten und beratenen Fonds enthalten.

**Wir vermarkten keine Finanzanalysen** von Emittenten oder einzelnen Instrumenten. Allerdings machen wir Produkt- und Emittenten-Analysen für den internen Gebrauch. Und wir betreiben kein Einlagengeschäft: Kunden überweisen ihr Anlagegeld nur an regulierte Depotbanken und die Honorare oder andere Vergütungen ggf. direkt an ihre Berater, aber sie sollen keinesfalls Anlagegeld bzw. Einlagen direkt an uns überweisen.

Von der Regulierung her sehen wir uns am ehesten als vergleichbar zu institutionellen Investmentconsultants, die ebenfalls nicht reguliert werden. Konkreter sehen wir uns als nicht-regulierungspflichtige Entwickler regelbasierter Modellportfolios („Portfolio-Strategen“, „Modellportfoliobauer“, „Portfolio-Modellbauer“ bzw. „Portfolio-Kompositeure“) an. Im Vorfeld der Gründung der Diversifikator GmbH haben wir eine dementsprechende sogenannte

---

<sup>10</sup> Dafür arbeiten wir mit der honorarbasierenden DWPT Deutsche Wertpapiertreuhand GmbH zusammen (nicht exklusiv)

<sup>11</sup> Wir bieten eine Informations- (zum „client enabling“) und keine Vermittlungsplattform an. Es wird insbesondere nicht bewusst und final auf Anleger – die uns typischerweise vorab nicht einmal bekannt sind – eingewirkt und es werden keine konkreten Geschäfte vorgeschlagen, sondern es wird allenfalls angeregt, Modellportfolios z.B. in einer jeweils anlegerbestimmten individuellen Mischung mit „Cash“ nachzubilden.

Negativerklärung der BaFin erhalten, d.h., die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungen schätzte zu dem Zeitpunkt unsere Services als nicht regulierungspflichtig ein.

### **1.3. Unsere Ziele: Attraktive Rendite bei vertretbarem Risiko und hohe Liquidität und Nachhaltigkeit statt Pseudo-Optimierungen**

Wir streben nicht an, pseudo-optimale bzw. pseudo-optimierte Portfolios zu entwickeln. Optimierungen sind zwar mathematisch manchmal recht einfach zu erstellen, aber Optimierungen sind immer abhängig von den oft zahlreichen Basisannahmen und Restriktionen, die vielfach unrealistisch sind, und von guten Prognosen, die oft sehr schwierig sind. Bei kleinen Änderungen der Annahmen, Daten, Prognosen oder Modelle ergeben sich bei Optimierungen oft große Ergebnisänderungen und damit stark unterschiedliche Anlageempfehlungen. Deshalb sprechen wir von „Pseudo-Optimierungen“<sup>12</sup>.

Man kann solche Pseudo-Optimierungen einfach selbst testen. Dazu gibt es bei [www.portfoliovisualizer.com](http://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 Auszahlungsmodelle (Withdrawals) gewählt werden. Das Ergebnis der verschiedenen Optimierungen wird zudem stark durch Restriktionen bestimmt, die man für minimale und maximale Allokationen zu einzelnen Anlagesegmenten nutzt.

Mit unseren Portfolios kann man also weder eine „pseudo“-optimale/maximale Rendite erreichen noch eine „pseudo“-optimale/maximale risikoadjustierte Performance. Mit unseren Portfolios sollen „nur“ markt(segment)übliche Renditen mit akzeptablen (marktsegmentüblichen) Risiken erwirtschaftet werden.

Auch eine hohe Diversifikation verhindert keine Verluste. Da wir keine Prognosen verwenden, können wir nur auf Vergangenheitserfahrungen bzw. Simulationen und Szenarioanalysen Bezug

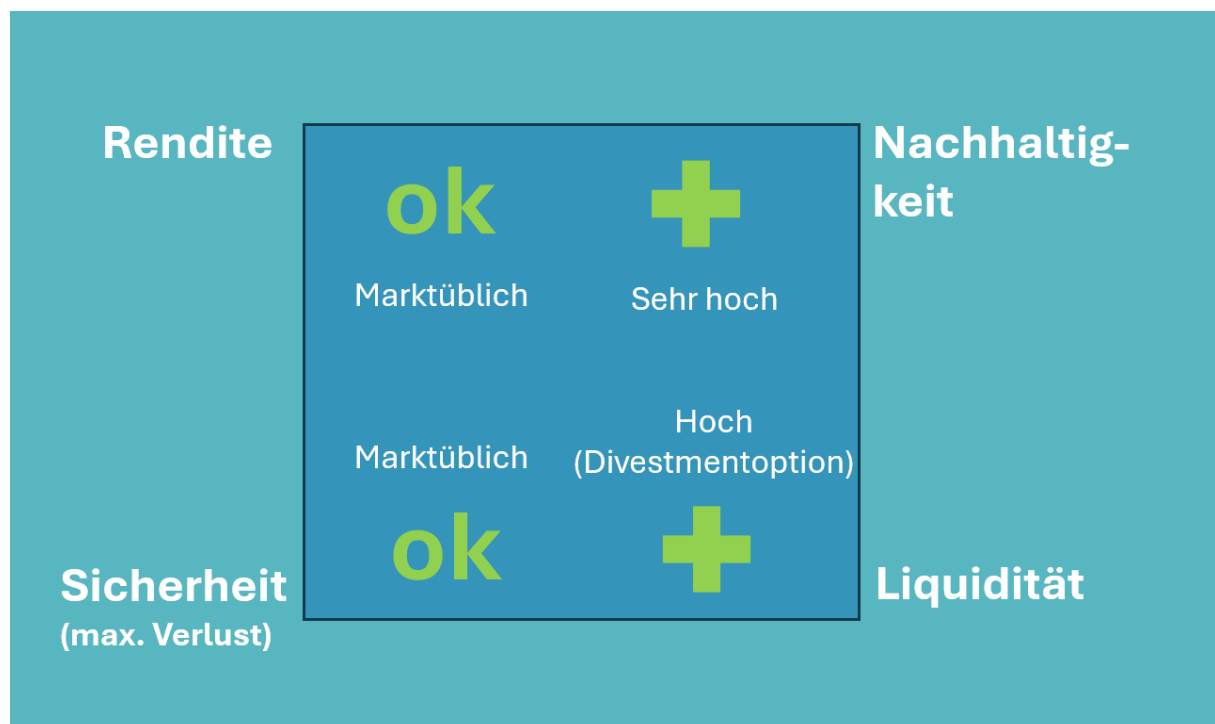
---

<sup>12</sup> Vgl. [Kann institutionelles Investment Consulting digitalisiert werden? Beispiele. - Responsible Investment Research Blog](#)

nehmen. Anleger müssen bei aktienlastigen Portfolios damit rechnen, in Krisen zumindest kurzfristig durchaus 50% Wertverluste hinzunehmen.<sup>13</sup>

Dafür legen wir viel Wert auf hohe Liquidität unserer Portfolios. So haben wir in den vergangenen Jahren zahlreiche Aktien des FutureVest Fonds verkauft, weil sie unsere Nachhaltigkeitsanforderungen nicht mehr erfüllt haben. Das wäre mit illiquiden Investments nicht möglich gewesen und hätte zu Nachhaltigkeitsrisiken geführt. Nach langjährigen Erfahrungen mit illiquiden Investments und auf Basis aktueller wissenschaftlicher Studien sind wir zudem der Ansicht, dass es keine Prämie für illiquide Anlagen (mehr) gibt.

Nachhaltigkeit ist uns besonders wichtig. Wenn es keine Rendite- oder Risikonachteile für nachhaltige Investments gibt, spricht alles für solche Investments. Wir streben deshalb danach, möglichst nachhaltige (liquide) Portfolios anzubieten.



Wir möchten erreichen, dass Berater jederzeit in der Lage sind, unsere Portfolios zu verstehen. Wir legen deshalb die Zusammenstellung unserer Portfolios typischerweise offen. Wir zeigen aber vor allem, wie wir zu der jeweiligen Zusammenstellung kommen, legen also die Regeln offen, so dass auch unsere Annahmen geprüft werden können.

---

<sup>13</sup> Siehe dazu auch die Rückrechnungen in diesem Buch oder auch [www.portfoliocharts.com](http://www.portfoliocharts.com)

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

#### **1.4. Unsere Prinzipien bzw. „andere“ 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<sup>14</sup>. Man kann drei Arten von Philosophien unterscheiden: Meinungsbasierte („diskretionäre“), systematisch-prognosebasierte und systematisch-prognosefreie. Wir sind Anhänger von systematisch-prognosefreien Ansätzen.

Eine Prognose ist eine konkrete Erwartung in Bezug einen konkreten Zeitpunkt in der Zukunft. „Der DAX wird am letzten Handelstag des Jahres zwischen 10.000 und 12.000“ stehen“ ist eine Prognose. Eine Prognose ist falsifizierbar, d.h. sie kann widerlegt werden. „Der DAX wird steigen“ ist dagegen keine Prognose, sondern eine (unspezifische) Annahme, Erwartung oder Meinung. In diesem Sinn ist auch die von uns genutzte Trendfolge keine Prognose. Die Trendfolge signalisiert nur, wann die Durchschnittskurse eine bestimmte Grenze unter- oder überschreiten und machen keine Aussagen über künftige Kurse. Die Annahme dahinter ist, dass Anleger gerade in Krisenzeiten mit der Nutzung dieser Methode weniger Kursverluste erleiden werden als ohne sie. Deshalb gibt es prognosefreie Geldanlagen, Annahme- oder erwartungsfreie Geldanlagen gibt es dagegen nicht.

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

Und wir kennen niemanden, der dauerhaft Prognosen liefert, die umfassend und gut genug für die komplexe Welt der Kapitalanlagen sind. Deshalb setzen wir auf prognosefreie, möglichst robuste Regelwerke, die in möglichst vielen Marktsituationen zumindest mittel- bis langfristig befriedigende Investmentresultate liefern sollen. Befriedigend ist dabei im Hinblick auf die

---

<sup>14</sup> s. Söhnholz 2013b, S. 65

<sup>15</sup> s. Bhattacharya et al. 2012

Erreichung der Anlegerziele gemeint. Mit einem solchen robusten Ansatz wird nicht angestrebt, in irgendwelchen Vergleichsranglisten weit oben zu stehen.

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

Wir setzen vor allem aus Renditegründen auf Diversifikation: Da wir nicht wissen (bzw. nicht prognostizieren können), welche Anlageklassen bzw. Marktsegmente künftig am besten rentieren werden, nehmen wir in unseren Basisportfolios grundsätzlich alle nennenswerten Anlageklassen ins Portfolio, die eine positive Rendite erwarten lassen. In der Praxis beschränken wir uns dabei allerdings typischerweise auf Anlagesegmente, die mindestens 5 bis 10% zur Allokation beitragen, um Portfolios einfacher und kostengünstiger umsetzen zu können.

Wir arbeiten damit nicht annahmefrei, denn von allen Anlageklassen im Portfolio erwarten wir grundsätzlich die Möglichkeit, positive Renditen beizutragen. Wir nutzen aber keine konkreten Prognosen, welche Anlageklasse wann wie rentieren wird.

Wir nehmen zusätzliche Anlagesegmente nur dann ins Portfolio, wenn sie sich nennenswert von bereits im Portfolio befindlichen Anlagesegmenten unterscheiden<sup>18</sup>. Wir nutzen aber keine Korrelationsprognosen. So sind Anleihen bei uns im Portfolio, weil wir annehmen, dass mit diesen grundsätzlich eine positive Rendite erwirtschaftet werden kann. ETFs z.B. aus Staatsanleihen entwickelter Länder mit geringen Restlaufzeiten kommen jedoch so lange nicht ins Portfolio, solange eine negative Rendite erwartet werden kann<sup>19</sup>.

---

<sup>16</sup> s. Söhnholz et al. 2010

<sup>17</sup> s. z.B. Faber 2015, S. 104

<sup>18</sup> zur schwierigen Bestimmung bzw. Abgrenzung von Assetklassen siehe Söhnholz/Rieken/Kaiser 2010, S. 35 und 187-189

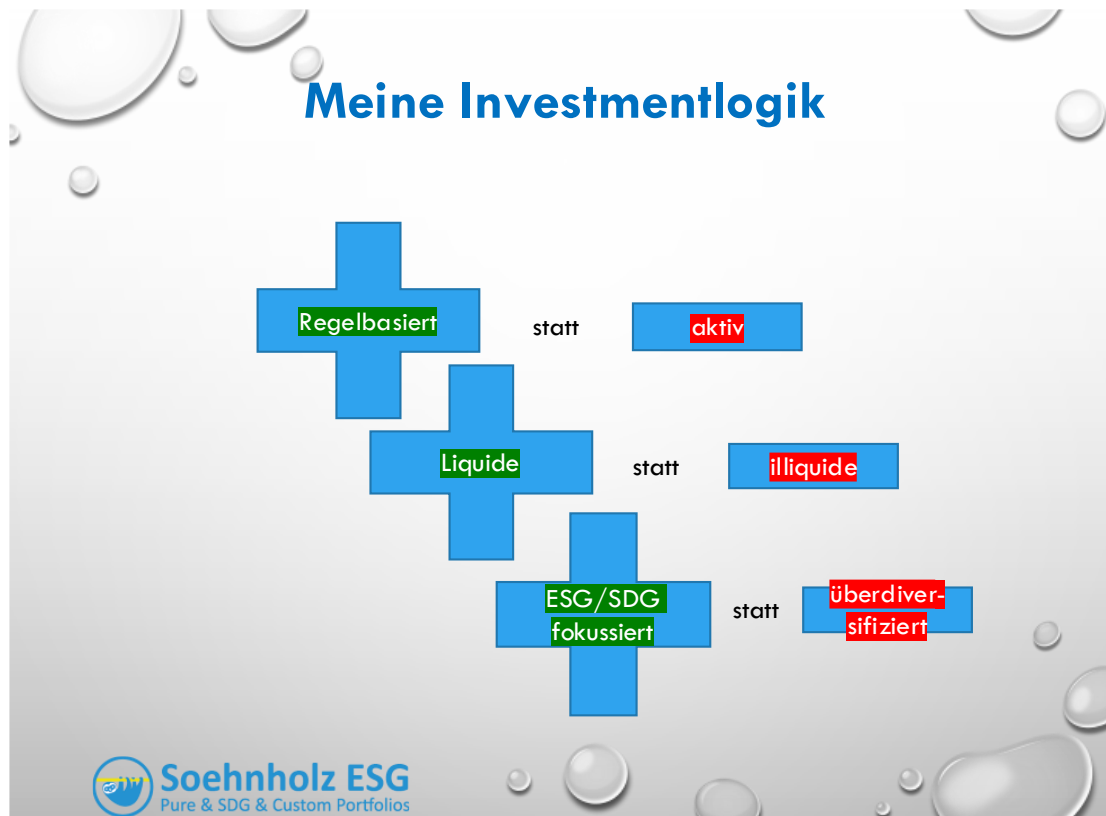
<sup>19</sup> d.h. grundsätzlich so lange wie die Yield-to-Maturity bzw. Rendite bis zum Ablauf des Produktes negativ ist

**Tabelle: Überblick über unsere wesentlichen Investmentüberzeugungen<sup>20</sup>**

	<b>Grundüberzeugung</b>	<b>Konsequenz</b>
1	Die Asset-Allokation ist wichtiger für die Portfolioperformance als die Wertpapierselektion innerhalb eines Anlagesegementes	Fokus auf (Fehlervermeidung bei der) Asset-Allokation
2	Dauerhaft gute ökonomische und besonders Finanzmarktprognosen sind schwierig	Prognosefreie Kapitalanlage
3	Portfoliokonstruktionen (Optimierungen) reagieren oft sehr sensibel in Bezug auf die Änderung von Inputdaten	Robuste, einfache Ansätze statt (Pseudo-) Optimierungen <sup>21</sup>
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 oft kein guter Indikator für künftige Renditen	Vergangene Performance ist kein Selektionskriterium. Investments auch in Anlagen ohne (guten) Track Record
6	Märkte sind nicht immer effizient (s. Behavioral Finance), aber können trotzdem nur sehr schwer dauerhaft geschlagen werden	Passive Anlage mit Weltmarktportfolio (Asset Allokation) und kapitalgewichteten ETFs bzw. Gleichgewichtung bei Einzeltiteln
7	Diversifikation ist wichtig zur Risikobegrenzung, aber auch zur Renditegenerierung, weil man meist nicht im Vorhinein weiß, welche Anlagesegmente künftig wie performen werden	Diversifikation in Bezug auf Anlagesegmente
8	Niedrige Kosten ist einer der wichtigsten Faktoren für gute Anlageerfolge	Vorzugsweise auf kostengünstige Anlagelösungen setzen, z.B. ETFs
9	Rendite nach Steuern ist wichtiger als vor Steuern	Idealerweise wesentliche steuerliche Effekte bei ETF-Selektion und Portfoliostrukturierung sowie Rebalancierungen beachten
10	Verlustrisikomaße sind besser als Schwankungen (Volatilität) als Risikomaße geeignet.	Fokus auf maximale Verluste in Krisenzeiten
11	Um das Risiko bzw. das Verhalten eines Portfolios zu verstehen, ist Regeltransparenz besonders wichtig, die eine Transparenz „nach Vorne“ ermöglicht	Umfassende Regelbasierung mit möglichst hoher Transparenz
12	Verantwortungsvolles Investieren (ESG) ist eher positiv als negativ in Bezug auf Rendite und/oder Risiko einzuschätzen	Konsequent ESG- und SDG-kompatibel anlegen

<sup>20</sup> Details bzw. Begründungen und weiterführende Literaturhinweise dazu finden sich in diversen Publikationen von Soehnholz

<sup>21</sup> Wir sprechen t.w. von Pseudo-Optimierungen, die zwar mathematisch korrekt sind aber die auf oft zahlreichen Annahmen/Inputs beruhen, die fragwürdig sein können



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

Eine rein passive Kapitalanlage ist nicht möglich<sup>22</sup>, denn jeder Kapitalanleger selektiert „aktiv“ Anlageklassen, trifft „aktive“ Entscheidungen über Anlagevehikel (z.B. nur ETF-Einsatz), muss „aktiv“ über Umschichtungen und Risikomanagementmethoden entscheiden und vieles mehr. Das sollte unseres Erachtens am besten mit Hilfe von möglichst einfachen Regeln erfolgen. Einfache Regeln sind robuster und transparenter als komplexe Regeln und können einfacher nachgeprüft werden.

Selbst sehr intelligente Portfoliomanager konnten auch mit hohen Investitionen in komplexe Systeme und sehr großer Anlagefreiheit oft nicht überzeugen, wie man an unattraktiven Langfristperformances vieler großer Hedgefonds sehen kann. Relativ einfache Ansätze haben dagegen gute Ergebnisse gebracht, wie z.B. das Buch Global Asset Allocation von Mebane Faber zeigt.

---

<sup>22</sup> s. Söhnholz 2014a

Eine diversifizierte und kostengünstige Umsetzung kann am besten mit Indexfonds erfolgen. Dazu bieten sich für Privatkunden Exchange Traded Funds (ETFs) an, also börsennotierte Indexfonds. Streng verantwortungsvolle Investments sind dagegen besser mit Portfolios aus einzelnen Wertpapieren umzusetzen<sup>23</sup>.

Braucht man dafür Berater? Unserer Meinung nach ja, denn es ist nicht einfach, die richtigen einfachen und robusten Ansätze zu finden. Außerdem halten wir es für wichtig, diese Ansätze auf Basis eigener Erfahrungen, Erfahrungen anderer Praktiker und auch neuesten akademischen Publikationen permanent zu hinterfragen. Ein Beispiel ist die seit einiger Zeit geführte Smart-Beta Diskussion. Uns gehörte die [www.smart-beta.de](http://www.smart-beta.de) Domain, das heißt, dass wir uns früh mit dem Thema beschäftigt haben. Wir kennen zahlreiche Untersuchungen und Produkte zu dem Thema und werden das Thema weiter eng verfolgen<sup>24</sup>.

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 schnell teuer in der Implementierung werden<sup>25</sup>. Für langfristig orientierte Anleger ist die Börsennotiz bzw. die Möglichkeit des damit verbundenen Intraday-Handels, also des Kaufs- oder Verkaufs von ETFs im Tagesverlauf, nicht wichtig. Für die von uns vor allem für Langfristanleger zusammengestellten Portfolios kommen deshalb grundsätzlich auch andere Arten von Fonds in Frage. Allerdings haben ETFs die Vorteile eines sehr breiten Angebotes und meist sehr niedriger Minimuminvestments. Dafür können sogenannte aktive Fonds nachhaltiger sein als ETFs<sup>26</sup>.

## 1.6. Die ersten Schritte: Wie wir zum Ausgangs- bzw. Start- Multi-Asset-Portfolio kommen

Uns interessiert auch, welche Allokationen künftig besonders erfolgreich sein werden. Leider sind wir keine guten Prognostiker und kennen auch niemanden, der konsistent gut die Renditen und Risiken sowie Korrelationen, also die nötigen Daten für Allokations-Optimierungen, von allen interessanten Anlagen vorhersagen kann.

---

<sup>23</sup> Vgl. [30 stocks, if responsible, are all I need - Responsible Investment Research Blog \(prof-soehnholz.com\)](https://www.prof-soehnholz.com)

<sup>24</sup> Dazu siehe auch diverse Beiträge auf [www.prof-soehnholz.com](http://www.prof-soehnholz.com) z.B. auch zu den Stichworten Investoren-Rendite bzw. kapitalgewichtete Renditen und „Berater-Alpha“

<sup>25</sup> Durch sinkende Handelskosten ist dieses Thema seit 2019 weniger wichtig geworden, allerdings spielen steuerliche Effekte in Deutschland weiter eine Rolle

<sup>26</sup> Vgl. dazu Abschnitt zu SDG-Umsätzen, dem FutureVest Fonds bzw. Portfolios von aktiven Fonds

Deshalb suchen wir Allokationen, die in unterschiedlichsten Marktphasen insgesamt attraktive Renditen mit relativ geringen Risiken generieren können, also besonders robust sind. Risiken messen wir dabei vor allem über zwischenzeitlich erlittene Verluste und nicht, wie üblich, über die Schwankungsintensität (Volatilität) von Kapitalanlagen. Volatilität in steigenden Märkten stört uns normalerweise nicht und in fallenden Märkten ist uns eine möglichst geringe Höhe der Verluste wichtiger als die Kurschwankungen. Aber wir messen Volatilitäten und daraus abgeleitete Kennzahlen wie die Sharpe Ratio, weil das Marktstandard ist. Hinzu kommt, dass diese Maße zwar meist konzeptionell nicht befriedigend, dafür statistisch aber trotzdem attraktiv sind, da sie ähnliche Ergebnisse wie konzeptionell überlegene Maße liefern können<sup>27</sup>.

Um eine robuste Allokation zu finden, kann man sich die Vergangenheitsperformance von Allokationen ansehen. Je nach gewählter Analyseperiode können dabei Allokationen unterschiedlich gut abschneiden. Es ist nicht sinnvoll, nur Perioden guter Aktienrenditen zu berücksichtigen und z.B. 2008 außer Acht zu lassen. Um auch schlechte Anleihemärkte einzubeziehen, sollte man auch die 70er Jahre oder 2022 betrachten. Für so lange Zeiträume ist aber die Verfügbarkeit aussagekräftiger bzw. vergleichbarer Daten – insbesondere außerhalb der USA - schwierig<sup>28</sup>. Hinzu kommt, dass mit solchen Analysen nur in der Vergangenheit eingetretene Renditen und Risiken erfasst werden.

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

Gestartet sind wir zunächst mit einer naiven Allokation, bei der Investments über alle Assetklassen gleich verteilt werden<sup>29</sup>. Das Problem dabei ist die (subjektive) Bestimmung von Anlageklassen/Segmenten, die (gleichgewichtet) ins Portfolio genommen werden. Wenn man 10 Anlageklassen hat, von denen 7 eher anleiheähnlich sind oder 10, von denen 7 eher aktienähnlich sind, kommt man in beiden Fällen bei einer naiven Gleichverteilung von jeweils 10% pro Anlageklasse zu möglicherweise stark unterschiedlichen Portfolios.

Alternativ kann man Allokationen von besonders erfolgreichen Investoren analysieren. In 2015 wurde das Buch „Global Asset Allocation“ von Mebane Faber<sup>30</sup> veröffentlicht. Faber rekonstruiert in dem Buch Allokationen besonders bekannter bzw. erfolgreicher Geldanleger mit Hilfe von Indizes

---

<sup>27</sup> siehe Auer/Schuhmacher 2015

<sup>28</sup> Dazu kann man z.B. [www.portfoliovisualizer.com](http://www.portfoliovisualizer.com) nutzen

<sup>29</sup> siehe DeMiguel/Garlappi/Uppal 2009 und Söhnholz/Burkert 2008 sowie Söhnholz/Rieken/Kaiser 2010

<sup>30</sup> S. Faber 2015

liquider Wertpapiere bzw. ETFs. Er kommt zu dem Schluss, dass die Allokation nicht so wichtig ist wie niedrige Kosten<sup>31</sup>.

Faber betrachtet die Jahre von 1973 bis 2013. Damit sind zwar einige sehr schlechte Jahre für Aktien, aber nur wenige schlechte Jahre für Anleihen erfasst (maximale Verluste für Anleihen knapp 16%<sup>32</sup>). Tatsächlich liegen die von ihm errechneten annualisierten – also auf das Jahr hochgerechneten - Renditen unterschiedlichster Allokationen relativ nah beieinander. Wenn man andere Zeitabschnitte wählt, kann man aber durchaus zu anderen Resultaten kommen<sup>33</sup>.

Durch den Zinseszineffekt kommt es zudem über längere Perioden, aber auch bei Fabers Beispielen, zu erheblichen Unterschieden in der Anlageperformance. Die aufgetretenen Verluste sind zudem sehr unterschiedlich und erreichen bei reinen Aktienportfolios knapp über 50%<sup>34</sup>. 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 funktioniert.

Wir wählen als unser Ausgangsportfolio lieber das sogenannte Weltmarktportfolio, also die Allokation zu Anlageklassen, wie sie näherungsweise über alle Anlegergruppen und alle Anlagemärkte an den Finanzmärkten vorzufinden ist<sup>35</sup>.

Wir sind keine Anhänger der Annahme, dass Märkte immer effizient sind. Im Gegenteil: Wir denken, dass Anlegerverhalten nicht immer rational im klassischen wissenschaftlichen Sinn ist und deshalb<sup>36</sup> zu „Fehlallokationen“ führt. Hinzu kommt, dass ein Großteil des weltweit angelegten Kapitals teilweise starken Regulierungen unterliegt, die in den Jahren nach der Finanzkrise 2008 noch zugenommen haben. So dürfte lange Zeit weltweit wesentlich mehr Geld in angeblich sicheren Staatsanleihen angelegt worden sein, als es nach klassischen Portfoliooptimierungen oder auch den freien Willen von Anlegern der Fall wäre.

---

<sup>31</sup> s. Faber 2015, S. 104; Analyseperiode 1973-2013; ähnlich siehe Söhnholz/Rieken/Kaiser 2010, S. 33 für 2002-2008

<sup>32</sup> s. Faber 2015, S. 42

<sup>33</sup> Das kann man z.B. auf [www.portfoliocharts.com](http://www.portfoliocharts.com) bzw. [www.portfoliovisualizer.com](http://www.portfoliovisualizer.com) sehen bzw. selbst testen

<sup>34</sup> s. Faber 2015, S. 42

<sup>35</sup> zur Weltmarktallokation siehe auch Jacobs/Müller/Weber 2009, Doeswijk/Lam/Swinkels 2014 und Vacchino/Schuller 2015 und 2018

<sup>36</sup> siehe u.a. sogenannte Biases und Framing z.B. bei Weber et al. 2015 S. 38-41

Das Weltmarktportfolio hat aber erhebliche Vorteile, weil es die aggregierte Allokation von allen Kapitalanlegern weltweit über alle Anlageklassen darstellt. Es ist ein diversifiziertes Multi-Asset Portfolio, welches sich mit den jeweiligen Märkten entwickelt. Wenn man es nachbildet, müssen keine aktiven Asset-Allokationsentscheidungen getroffen werden. So müssen Anleger und Berater nicht mehr entscheiden, ob eine aktive Asset-Allokation, eine (pseudo-)optimierte oder eine starre Allokation wie 30% Aktien/70% Anleihen oder umgekehrt besser sind.

Die Anpassung an Risikopräferenzen von Anlegern kann in der Kombination des Weltmarktportfolios mit möglichst risikolosen Anlagen (z.B. „Cash“) erfolgen. Um mehr Risiko zu erreichen könnte auch eine Kreditaufnahme zur Anlage in das Weltmarktportfolio erfolgen (Hebelung oder Leverage genannt).

Der überwiegende Anteil der weltweiten Kapitalanlagen stammt von institutionellen Anlegern. Diese unterliegen oft erheblichen Anlagebeschränkungen. Ihnen wird oft vorgegeben, möglichst risikoarm anzulegen. Die meisten Regulierer haben in der Vergangenheit vor allem Staatsanleihen als risikofrei oder besonders risikoarm angesehen. Deshalb sind institutionelle (regulierte) Anleger sehr stark in Staatsanleihen investiert. Dabei wurde von Regulierern oft gar nicht oder nur wenig zwischen Anleihen verschiedener Staaten unterschieden. Die Annahme dahinter ist nachvollziehbar: Staaten können ihre Schulden normalerweise zurückzahlen, da sie im Zweifel zusätzliche Einnahmen durch Steuern oder Abgaben generieren können. Zahlreiche Staatspleiten und Schuldenschnitte der Vergangenheit<sup>37</sup> zeigen aber, dass Staatsanleihen nicht risikofrei sind.

Durch eine relativ starke institutionelle bzw. Regulierungsabhängigkeit hat das Weltportfolio aber den Vorteil, dass es ziemlich stabil bzw. robust ist. Institutionelle Portfolios, vor allem regulierte Portfolios, ändern ihre Asset Allokation im Laufe der Jahre aktiv meist nur wenig. Es ist deshalb unwahrscheinlich, dass sich in relativ stabilen bzw. normalen Marktumfeldern die vorgesehenen Anlagequoten einzelner Klassen stark verändern.

Das kann bei privaten Anlegern, die Anlagemoden stärker unterliegen können, anders sein. Zu erheblichen Änderungen institutioneller Portfolios und deshalb des Weltmarktportfolios insgesamt kommt es wohl vor allem, wenn einzelne Anlageklassen durch Markteinflüsse stark an relativem Gewicht verlieren, wie es in der Finanzkrise von 2008 für alle aktienmarktabhängigen Anlagen der Fall gewesen ist. Nach der Krise konnte man beobachten, dass institutionelle Anlagequoten sich an der jüngsten Vergangenheit orientierten, d.h. Aktienquoten im Vergleich zum Vorkrisenniveau relativ niedrig blieben und nicht durch aktive Aktienkäufe auf das relativ hohen Vorkrisenniveau erhöht wurde.

---

<sup>37</sup> S. Reinhart/Rogoff 2009

Das bedeutet, dass es nicht so wichtig erscheint, das Ausgangsportfolio aktiv an Veränderungen anzupassen. Wenn sich das reale Weltmarktportfolio durch Marktverwerfungen ändert, z.B. die Aktienquote stark fällt, wird das in einem mit ETFs nachgebildeten Weltmarktportfolio ähnlich sein. Dabei werden aber sogenannte Rebalancierungen vernachlässigt. Vor allem institutionelle Anleger reallokieren ihre Anlagen typischerweise jährlich auf die sogenannten strategischen Quoten. Wenn Aktien in einem Jahr stark gestiegen sind und Anleihen stark gefallen, schichten viele institutionelle Anleger Aktienanlagen zumindest teilweise in Anleihen um.

Die Messung bzw. Bestimmung des „echten“ Weltmarktportfolios ist schwierig. Fabers Weltmarktportfolio<sup>38</sup> unterscheidet sich erheblich von dem von Jacobs/Müller/Weber. Jacobs/Müller/Weber allokiert 60% zu „GDP-weighted“ Aktien, 25% zu Anleihen und 15% zu Rohstoffen. Allerdings ist das Jacobs/Müller/Weber-Portfolio aufgrund von Rückrechnungen/Backtests optimiert und für unsere Betrachtung deshalb nicht relevant.

Mebane Faber hat nur Aktien, Anleihen und einen geringen Anteil Immobilien (in Form von REITs: Real Estate Investment Trusts) im Portfolio. Die Analysen von Doeswijk/Lam/Swinkels<sup>39</sup> und vor allem das aktuellere und umfassendere Weltmarktportfolio von Vacchino/Schuller scheinen uns eine bessere Ausgangsbasis für ein Weltmarktportfolio zu sein.

## 1.7. Warum unser Weltmarktportfolio relativ viel alternative Investments enthält

In Bezug auf die Asset-Allokation sind wir Diversifikationsanhänger, d.h. es sollte eine möglichst breite Palette von Anlageklassen eingesetzt werden. Die Anlageklassen müssen aber selbst relativ groß und untereinander unterschiedlich sein. Zu kleine Allokationen zu einzelnen Segmenten treiben nur die Komplexität und die Kosten in die Höhe. Unsere willkürlich gewählte Mindestgrenze lag zunächst bei 2,5% am Weltmarktportfolio und wurde für 2023 auf 5% und 2025 auf 7,5% erhöht. Das bedeutete zunächst theoretisch bis zu 40 Positionen im Portfolio.

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

---

<sup>38</sup> „Global Market Portfolio“ nach Faber 2015, S. 61-66 mit Verweis auf Credit Suisse Research Institute 2014

<sup>39</sup> aktuellste Version siehe Doeswijk/Swinkels 2024

Equity und Agrar- und Farmland mit Anteilen von anfangs jeweils mindestens 15% auf<sup>40</sup>. Aber auch bei Vacchino/Schuller wird die Anlageklasse Infrastruktur, die inzwischen einen beachtlichen Teil von (geplanten) Neuanlagen institutioneller Anleger ausmacht, nicht separat aufgeführt.

Infrastruktur wurde bisher überwiegend staatlich finanziert und wurde typischerweise den Anlageklassen Private Equity und t. w. Immobilien zugeordnet. Aufgrund von Staatsschuldenkrisen bzw. künftigen Finanzierungsbeschränkungen, aber auch aus Nachfragegründen wird Infrastruktur unseres Erachtens dagegen künftig ein wichtiges privatwirtschaftliches Anlagesegment werden und deshalb bei uns separat geschätzt und anfänglich allokiert<sup>41</sup>.

Die Abgrenzung von Anlageklassen ist schwierig. So ist für uns das Edelmetall Gold ein Bestandteil des Segmentes Edelmetalle innerhalb der Anlageklasse Rohstoffe und damit keine eigene Anlageklasse. Agrar- bzw. Farmland und Forst werden in anderen Klassifikationen teilweise Immobilien (Land/Grundstücke) und zum Teil Rohstoffen (wegen Erträgen in Form von Agrarerzeugnissen/Holz) zugeordnet. Währungen halten wir nicht für eine eigene Anlageklasse, weil ein diversifiziertes Währungsportfolio keine positive Renditeerwartung hat, da sich Gewinne und Verluste neutralisieren<sup>42</sup>.

Nach neueren Erkenntnissen haben illiquide Anlagen wie Private Equity und bestimmte Immobilienanlagen nach allen Kosten allenfalls geringe Renditevorteile gegenüber vergleichbaren börsennotierten Anlagen<sup>43</sup>. Wir fokussieren uns auf grundsätzlich täglich liquide Instrumente für den Zugang zu Anlageklassen. Damit können Segmente wie Infrastruktur, Immobilien und auch Agrar-/Farmland effizient nur mit Aktienindizes (plus REITs<sup>44</sup> bei Immobilien) umgesetzt werden. Aufgrund von sogenannten Roll-Effekten bei Derivaten (s. auch Begriffe wie Contango und Backwardation) werden auch Rohstoffe über Aktien und nicht – wie üblich – über Derivate

---

<sup>40</sup> Das gilt zumindest nach der Publikation Vacchino/Schuller. Die Nachfolgepublikationen Gadzinski/Schuller/Vacchino von 2016 und 2021 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.

<sup>41</sup> Durch die Erhöhung der Mindestallokationsquote ab 2025 nicht mehr separat im Portfolio vertreten

<sup>42</sup> 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.

<sup>43</sup> Vgl. dazu diverse Untersuchungen z.B. von Richard Ennis zu der Performance von US Universitätsstiftungen, speziell Harvard und Yale, nach 2007 und zahlreiche andere Publikationen auf [www.prof-soehnholz.com](http://www.prof-soehnholz.com)

<sup>44</sup> Real Estate Investment Trust sind meistens steuerbegünstigte Immobilienaktien, t.w. aber auch Investmentfondsartig

umgesetzt<sup>45</sup>. Für Immobilienaktien/REITs<sup>46</sup> gibt es Untersuchungen, die zeigen, dass die Renditen mittelfristig den zugrunde liegenden Anlageklassen nahekomen. Für Rohstoffaktien, Infrastruktur und Agrarland/Forst haben wir noch keine vergleichbaren Untersuchungen gesehen<sup>47</sup>.

Außerdem ist das Weltmarktportfolio von Faber stark US-lastig. So verwendet Faber zur Umsetzung der Immobilieninvestition nur einen reinen US-REIT-Index.

Durch die Nutzung von Infrastruktur-, Rohstoff- und Agrar-/Farmaktien-ETFs wird neben dem Zugang zu diesen Anlagesegmente aber auch die generelle Aktienabhängigkeit des Portfolios erhöht. Das kann sich vor allem in Liquiditäts-Krisenzeiten negativ auswirken, wie man am Beispiel von Immobilienaktien und REITs in 2008 feststellen kann: In 2008 war deren Aktienmarktabhängigkeit kurzfristig viel stärker als deren Immobilienmarktabhängigkeit<sup>48</sup>. Das berücksichtigen wir, indem wir die Allokation unseres Weltmarktportfolios zu allgemeinen Aktienindizes etwas reduzieren, wenn alternative Anlagen separat allokiert werden.

Wir streben keine „genaue“ Abbildung „des“ Weltmarktportfolios an, welches sowieso nicht eindeutig bestimmt werden kann, sondern wir suchen nach einer adäquaten Näherung an eine vermutete Weltmarktanlageallokation. Das zeigt sich in den „glatten“ bzw. grob gerundeten und einander meist ähnlichen %-Allokationen zu den von uns für relevant gehaltenen Anlagesegmenten.

Die beiden „großen“ Anlageklassen Aktien und Anleihen kann man weiter differenzieren. So kann man für Anleihen verschiedene Segmente wie Staats- und Unternehmensanleihen, Asset-Backed Securities/Pfandbriefe und hybride Produkte wie Wandelanleihen oder auch festverzinsliche versus variabel z.B. inflationsabhängige Anleihen unterscheiden.

Viele Anleihen wurden lange Zeit lang sogar negativ verzinst. Da wir ein Renditeportfolio erstellen, werden Anlagesegmente, die keine positive Realrendite haben, erst gar nicht ins Startportfolio genommen. Da wir ohne Prognosen arbeiten, bezieht sich unsere Analyse auf aktuelle Daten. Deshalb wurden zum Start in 2016 Staatsanleihen entwickelter Länder mit geringen Restlaufzeiten nicht ins Startportfolio aufgenommen, weil wir für diese negative Yields-to-Maturity annehmen. Für

---

<sup>45</sup> s. auch Gabriel 2016

<sup>46</sup> siehe Hoesli/Oikarinen 2012 oder Kroenke/Schindler/Steininger 2013 und Infrastrukturaktien siehe Towers Watson 2013

<sup>47</sup> 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

<sup>48</sup> 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.

Anleger wird der „Verzicht“ auf kurzfristige Anleihen dadurch „kompensiert“, dass sie in der Regel eine risikotoleranzabhängige Mischung aus Weltmarktportfolio und „Cash“ halten.

Die Wahl des Weltmarktportfolios als Startportfolio und die hier genannten Modifikationen sind nicht annahmefrei. Allerdings verwenden wir weder Punkt- noch Bandbreitenprognosen für irgendwelche konkreten Zeitpunkte bzw. Zeitabschnitte in der Zukunft<sup>49</sup>. Damit arbeiten wir regelbasiert und prognosefrei. Außerdem sind wir im Gegensatz zu den meisten sogenannten quantitativen Investoren möglichst einfach in der Allokation und weitestgehend transparent.

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

In den Folgejahren haben wir aufgrund neuer Publikationen zum Weltmarktportfolio<sup>50</sup> und aufgrund von Performanceentwicklungen der einzelnen Anlagesegmente Adjustierungen der Allokation vorgenommen. Da Großanleger typischerweise regelmäßig auf ihre strategischen Allokationen rebalancieren und private Anleger nicht rebalancieren, haben wir meistens nur die Hälfte der Performanceveränderungen angesetzt.

## 1.8. Strukturierte und nachvollziehbare 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<sup>51</sup>, 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

---

<sup>49</sup> Prognosen sollten so präzise sein, dass sie falsifizierbar sind.

<sup>50</sup> Von Gadzinski, Schuller und Vacchino von 2016, 2018 und 2021

<sup>51</sup> s. Söhnholz 2012, S. 14

berücksichtigt werden? Welche Arten von Anleihen (inkl. High-Yield?) bzw. welche Laufzeiten (kurze, mittlere, lange?) sollen abgedeckt werden? Allerdings gibt es Millionen von Indizes weltweit<sup>52</sup>, aber in unserem Startjahr 2015 „nur“ ca. tausend ETFs, die für deutsche Anleger geeignet sind. Aufgrund der zahlreichen weiteren wichtigen ETF-Selektionskriterien, die die ETF-Wahl bestimmen, wird deshalb auf die Ebene der vorgelagerten systematischen Indexselektion verzichtet und direkt auf Ebene der ETFs selektiert, wobei Indexunterschiede aber berücksichtigt werden<sup>53</sup>.

Wir setzen für traditionelle Multi-Asset Portfolios in erster Linie ETFs, also börsennotierte (Index-)Fonds ein. Für besonders verantwortungsvolle Portfolios nutzen wir dagegen Aktien und Anleihen direkt als Einzeltitel bzw. ab 2025 auch sogenannte aktive Fonds in separaten Portfolios. Die ETF-Nutzung liegt nicht daran, dass wir den börsentäglichen Intraday-Handel nutzen wollen, sondern an den niedrigen Kosten, verbunden mit niedrigen Mindestinvestitionssummen, von ETFs. Für institutionelle Investoren sind nicht-börsennotierte Indexfonds oft sogar günstiger als ETFs. Diese institutionellen Fonds sind jedoch oft nur für den jeweiligen Fondsiniciator („Spezialfonds“) zugänglich oder haben als institutionelle „Publikumsfonds“ hohe Mindestinvestitionssummen, so dass sie für unsere an typischen Privatkunden orientierte Analyse nicht berücksichtigt werden.

Grundsätzlich zielen wir darauf ab, Instrumente zu nutzen, mit denen sich die angestrebte Asset Allokation möglichst gut umsetzen lässt und die dafür keine anderen gravierenden Nachteile (wie übermäßige Kontrahentenrisiken) mit sich bringen. Bei ETFs spielt vor allem die sogenannte Tracking Differenz (gemessen als absolute kumulierte Abweichung zum Vergleichsindex in der betrachteten Periode)<sup>54</sup>, die von Verwaltungsvergütungen und auch sonstigen Kosten abhängen kann, und die Nachsteuerrendite eine wichtige Rolle. Zumindest so lange erst wenige Anleger nach unseren Regeln anlegen und weil wir aus Kostengründen geringe Handelsaktivitäten bevorzugen, spielen Liquidität und Volumen von einzelnen ETFs nur eine untergeordnete Rolle.

Änderungen in den Modellportfolios erfolgen im Rahmen unserer Jahresprüfungen<sup>55</sup>, sobald uns bekannt wird, dass es möglicherweise gut (bzw. besser als bereits im Portfolio vorhandene) passende ETFs bzw. Fonds gibt und diese anhand unserer Kriterienliste auf Eignung geprüft wurden. Die Änderungen in den unseren Modellportfolios folgenden realen Depots sollte die

---

<sup>52</sup> Vgl. [Index Industry Association Survey Reveals 3.7 Million Indexes Globally | Business Wire](#)

<sup>53</sup> Das gilt besonders für die verantwortungsvollen ETF-Portfolios für die (anders als für die breit diversifizierten Weltmarktportfolios) besonders „strenge“ Indizes in Bezug auf Nachhaltigkeitsanforderungen genutzt werden sollen. Für institutionelle Anleger ist die Indexselektion aus Compliancegründen wichtig, andererseits können sie sich Indizes nach den von ihnen gewünschten Regeln maßschneidern lassen.

<sup>54</sup> Deshalb ziehen wir für nicht explizit nachhaltige Portfolios synthetische ETFs anderen ETFs vor.

<sup>55</sup> Siehe Abschnitte 1.14. und 3.5.

Transaktionskosten der ETF- bzw. Fonds<sup>56</sup>-Änderung im Portfolio berücksichtigen. Über die Änderungen der Portfolios wird ein Logbuch geführt.

Bei der ETF- und Fonds Selektion sollte darauf geachtet werden, dass die ETFs eine deutsche Steuertransparenz anbieten, andernfalls kann eine möglicherweise hohe sogenannte Strafsteuer erhoben werden. Ob ein solches Steuerreporting erfolgt, kann unter [www.bundesanzeiger.de](http://www.bundesanzeiger.de) geprüft werden. In Deutschland öffentlich angebotene Fonds müssen ein solches Reporting bereitstellen.

## 1.9. Keine standardisierte Währungsabsicherung

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

„Sicherheitsportfolios“ können in „Cash“ investiert werden und das sollten Euro Anlagen sein, wenn man die geplanten Ausgaben in Euro finanzieren möchte, was für die meisten deutschen Anleger gelten dürfte. Wenn man jedoch seinen Lebensabend in einem Land mit US-Dollar Währung verbringen möchte, kann das „Cash“ ganz oder teilweise auch in US-Dollar angelegt werden. Währungsgesicherte ETFs werden sich deshalb normalerweise nicht in unseren Renditeportfolios finden<sup>57</sup>, können aber Bestandteile unserer Sicherheitsportfolios sein

Wir gehen davon aus, dass Anlageportfolios nicht dauerhaft unverändert gelassen werden sollten. Wir halten sogenannte Rebalancierungen grundsätzlich für geboten<sup>58</sup>. Wenn man z.B. mit 50% Aktien und 50% Anleihen startet und Aktien im Lauf der Zeit 20% gewinnen, während Anleihen

---

<sup>56</sup> Technisch sind ETFs auch Investmentfonds aber zur Vereinfachung nutzen wir t.w. den Begriff „Fonds“ für aktiv gemanagte Fonds.

<sup>57</sup> Ausnahme ist das ESG ETF-Portfolio Bonds (EUR)

<sup>58</sup> s. Söhnholz/Rieken/Kaiser 2010, S. 41 und 44/45 oder auch Malkiel/Ellis 2013, S. 133-136.

Unterschiedliche Rebalancierungen können bei [www.portfoliovisualizer.com](http://www.portfoliovisualizer.com) unter Backtest Portfolio und Backtest Asset Allocation selbst getestet werden. Dabei werden allerdings Umsetzungskosten vernachlässigt.

keine Wertveränderung zeigen, macht es unseres Erachtens Sinn zu prüfen, ob nach einer gewissen Zeit die Quoten wieder auf 50/50 geändert werden sollten. So würde antizyklisch ein Teil der gut gelaufenen Aktien verkauft, um nicht so gut gelaufene Anleihen zu kaufen.

Die Frage ist, wie oft diese Rebalancierung erfolgen soll. Faber führt es in seinen Analysen monatlich durch. Aufgrund von Handelskosten sind wir ein Anhänger von etwas selteneren Rebalancierungen und favorisieren jährliche Prüfungen<sup>59</sup>. Dabei beziehen wir uns auf Portfolios ohne Nutzung eines weiter unten beschriebenen Risikosteuerungstools (Trendfolge). Bei der Nutzung eines Risikotools können andere Rebalancierungszeitpunkte sinnvoll sein, die z.B. von Markteinstiegs- und Ausstiegssignalen abhängig sind.

Man kann argumentieren, dass für ein Weltportfolio Rebalancierungen nicht nötig sind, weil das investierte Portfolio sich durch aktuelle Marktentwicklungen genauso entwickeln sollte wie das theoretische Weltmarktportfolio. Dabei werden aber realisierte Rebalancierungen von Anlegern vernachlässigt. Außerdem ist unser Weltmarktportfolio nur eine vereinfachte Abbildung des echten Weltmarktportfolios. „Das“ echte Weltmarktportfolio ist zudem schwer zu bestimmen: Unterschiedliche Untersuchungen kommen zu unterschiedlichen Weltmarktportfolios und nicht alle diese Untersuchungen werden regelmäßig aktualisiert.

Deshalb halten wir es für gerechtfertigt, ein Mal pro Jahr die Allokation unseres Modellportfolios zu überprüfen und gegebenenfalls Rebalancierungen durchzuführen, wenn wir starke Abweichungen von den von uns genutzten Basisstudien feststellen. Dabei gehen wir davon aus, dass auch institutionelle Anleger solche Rebalancierungen vornehmen und man das Weltmarktportfolio deshalb nicht über mehrere Jahre nur aufgrund von Wertentwicklungen der Anlagesegmente fortschreiben kann. Hinzu kommt, dass einige der ETFs in unseren Modellportfolios ausschüttend gestaltet sind, und Ausschüttungen sollten in unserem renditeorientierten Weltmarktconcept wieder angelegt werden.

Wir legen wir uns nicht vorab auf konkrete -Modellportfolioumschichtungstage fest, um zu vermeiden, dass andere Marktteilnehmer zu Ungunsten unsere Anleger handeln. Empfänger von spezifischen Porfolionewsupdates und die mit uns kooperierenden Berater und Depotbanken sollen jedoch rechtzeitig vorab über Modellportfolioanpassungen informiert werden, damit sie die Nutzer unserer Portfolios zeitnah informieren können.

## 1.10. Individuelle Anpassungsmöglichkeiten für Anleger-Portfolios

---

<sup>59</sup> dazu siehe auch Vanguard 2010 oder DeMiguel/Garlappi/Uppal 2009

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

Unser Startportfolio ist relativ aktienlastig. Das ist aus unserer Sicht für den typischen langfristigen Investor gut in Bezug auf die Erreichung einer attraktiven Rendite. Aber auch Anleger, die keine Scheu vor relativ hohen zwischenzeitlichen Verlusten haben, benötigen manchmal kurzfristig Geld (Liquidität), z.B. für Anschaffungen. In einem sehr schlechten Marktumfeld, wie es 2008 in der Finanzmarktkrise der Fall war, kann unser Startportfolio durchaus erheblich an Wert verlieren<sup>60</sup>.

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

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

Annähernd risikolos sind allenfalls sehr kurzfristige Anlagen bei sehr guten Banken bzw. Anleiheemittenten („Herausgebern“). Für die Beurteilung der Qualität von Anleihen bzw. der Emittenten (Bonität) kann man sich aber nicht auf Scorings verlassen. In der Finanzkrise von 2008 haben auch sehr gut geratete Anleihen teilweise sehr stark an Wert verloren. Ziemlich sicher sollte man aber bei Banken sein, die dem deutschen Einlagensicherungsfonds angehören. Dabei sind individuell bis zu EUR 100.000 pro Anleger und Bank garantiert<sup>61</sup>. Der Nachteil dieser Anlagen ist, dass sie fast immer weniger Zinsen zahlen, als die Inflationsrate beträgt, so dass die Anlage real an Kaufkraft verliert.

---

<sup>60</sup> Unsere Simulation weist nur einen Verlust von knapp 20% in 2008 aus, der in 2009 fast komplett wieder aufgeholt wurde, allerdings waren etliche der sich heute im Portfolio befindlichen ETFs zu dem Zeitpunkt noch nicht verfügbar und selbst einige Indizes, die wir verwenden, sind neueren Datums.

<sup>61</sup> siehe auch <https://bankenverband.de/service/einlagensicherung/sicherungsgrenze-abfragen>

Die Individualisierung der Kapitalanlage erfolgt unseres Erachtens am besten, wenn kurzfristig benötigte Mittel auf dem Girokonto, in kurzfristigem Termingeld (Tages-/Monatsgeld), auf Sparkonten oder in kurzlaufenden Anleihen ohne Währungsrisiko (im Folgenden auch als „Cash“ bezeichnet) angelegt werden<sup>62</sup>.

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

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

Unser Verzicht auf Gebühren für den Cashanteil des Portfolios kann theoretisch dazu führen, dass unser Modellportfolio-Modell von (Bank-)Beratern nicht so gerne empfohlen wird wie Fonds mit vergleichbarem Risikoprofil. Denn bei solchen (Multi-Asset bzw. Mischfonds) fallen (Vertriebs-)Provisionen für Berater auch für die risikoarmen „Cash-ähnlichen“ Portfoliobestandteile an. Gerade bei sogenannten defensiven Mischfonds mit maximal 30% Aktienanteil und 70% oft fast renditelosen „Cash-ähnlichen“ Anlagen kann das zu nennenswerten Einnahmeunterschieden für Berater führen. Der Verzicht auf Gebühren für „Cash“ kann theoretisch auch dazu führen, dass Berater einen höheren Anteil in Risikoanlagen empfehlen, als es für den Kunden gut ist, weil sie damit ihre Einnahmen erhöhen können. Gute Berater sind aber an der langfristigen Zufriedenheit der Kunden interessiert und nicht provisionsgetrieben.

Die individuelle Cash-Anlage könnte bei Banken erfolgen, die den „Cash“ nach ESG-Kriterien anlegen.

Die Logik von Musterallokationen für diverse Anlegertypen ist die Folgende: Ausgangsbasis für individuelle Beratungen kann die Annahme sein, dass das Weltmarktportfolio ein zwischenzeitliches Verlustrisiko von maximal 20% hat. Ab einem Anlagehorizont von maximal 5 Jahren kann mit relativ

---

<sup>62</sup> konzeptionell folgen wir an dieser Stelle dem sogenannten 2-Fonds Theorem s. Tobin 1958

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

<sup>64</sup> siehe BVI 2014

<sup>65</sup> siehe auch [http://ec.europa.eu/finance/investment/money-market-funds/index\\_de.html](http://ec.europa.eu/finance/investment/money-market-funds/index_de.html)

großer Sicherheit angenommen werden, dass das Risiko eines Wertverlustes dieses Portfolios bei 0 liegt (unsere Simulationen ergeben etwas geringere Verluste als 20% für 2008 und nur etwas über ein Jahr bis zur Wertaufholung). Geld, an das man 5 Jahre und mehr nicht herankommen muss, kann dann vollständig im Weltmarktportfolio angelegt werden. Die hypothetischen Vergangenheitswerte einiger unserer Portfolios sind weiter unten in den Abschnitten zu den jeweiligen Portfolios zu finden<sup>66</sup>.

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

Wie viel Geld „in Cash“ und wie viel z.B. ins Weltmarktportfolio investiert wird, hängt auch davon ab, wie das sonstige Anlegervermögen angelegt ist. Unsere Portfolios beinhalten zum Beispiel keine illiquiden Anlagen. Illiquide Anlagen haben meist den Vorteil, dass sie wenig volatil erscheinen. Das liegt auch daran, dass ihre Renditen selten gemessen werden und oft von relativ stabilen Expertenschätzungen abhängen.

Anleger sollten durch die Inkaufnahme der Illiquidität höhere Renditen für solche Anlagen erzielen als für liquide Anlagen (Illiquiditätsprämie). Im sogenannten 3-Fonds-Theorem<sup>67</sup> spielen illiquide Anlagen deshalb eine große Rolle, vor allem für vermögende und institutionelle Investoren. Anleger, die zum Beispiel viel Geld direkt und/oder über sogenannte geschlossene Fonds in europäischen Immobilien gebunden haben, könnten den entsprechenden Immobilien-ETF-Anteil in dem auf sie abgestimmten individuellen Weltmarktportfolio reduzieren, um ihre aggregierten Immobilienrisiken zu reduzieren<sup>68</sup>.

Wenn man ein Portfolio so steuern könnte, dass die Allokation zu riskanten Anlagen rechtzeitig vor starken Verlustphasen reduziert wird, kann die Allokation zu dem Portfolio zu Lasten der Cash-Quote erhöht werden. Leider kennen wir kein Risikosteuerungssystem, welches immer funktioniert. Sogenannte Stopp-Loss Ansätze (dabei werden Anlagen nach dem Erreichen bestimmter vorher festgelegter Verlustgrenzen komplett verkauft), die sehr weit verbreitet sind, können zwar

---

<sup>66</sup> Die Wahrscheinlichkeit einer negativen Realrendite für eine globale Aktienanlage beträgt nach 20 Jahren 2,2% für Anleihen dagegen 40% s. Dimson/Marsh/Staunton/Estrada in Rekenhtaler (2016), S. 14; interessante Darstellungen zu Portfolioverlusten finden sich auf [www.portfoliocharts.com](http://www.portfoliocharts.com)

<sup>67</sup> siehe Söhnholz et al 2010, S. 97/98

<sup>68</sup> Siehe auch Konzept des umgekehrten Core Satellite Ansatzes mit illiquiden Assets im „Core“ und liquiden Assets als Satellites in Söhnholz, D. (2012): Systematische und prognosefreie Diversifikation, in Absolut Report Nr. 2, 36-42.

kurzfristige Verluste meist recht wirksam beschränken, haben aber sehr hohe Opportunitätskosten. Das heißt, man verpasst oft den rechtzeitigen Wiedereinstieg in Märkte und hat deshalb über längere Marktphasen üblicherweise eine wesentlich geringere Rendite, als wenn man ständig voll im Markt investiert gewesen wäre. Für Anleger mit längerfristiger Perspektive gibt es einige interessante Untersuchungen zu Signalen, die über viele Jahre gute Ergebnisse geliefert haben, die aber oft auch einige Jahre in Folge nicht so wie erwartet funktionieren<sup>69</sup>.

## 1.11. Anlageberater haben sehr wichtige Aufgaben

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

- 1) Bestimmung der Höhe und der Zusammensetzung, der Renditepotentiale und der Risiken des aktuellen Vermögens und der verfügbaren Einnahmen des Anlegers inklusive des Arbeits- bzw. Humankapitals (inklusive Human- bzw. Jobrisiko) und des Pensionsvermögens<sup>71</sup>, auch unter Einbeziehung von Familienangehörigen
- 2) Identifikation von geplanten und potenziellen ungeplanten Anschaffungen bzw. Ausgaben z.B. für Kinder und sonstige Angehörige, Urlaub, Gesundheit, Hausreparaturen
- 3) Bestimmung des aktuellen und eines sinnvollen Altersversorgungs- und Versicherungsschutzes des Anlegers
- 4) Bestimmung der Anlagekenntnisse, der Investmenterfahrung und der Risikoneigung des Anlegers und Überprüfung besonders nach starken Veränderungen von finanziellen Situationen oder Kapitalmarktrückschlägen (psychologische bzw. Verhaltensaspekte). Künftig sollten diese Themen zumindest teilweise durch die sogenannte Geeignetheitsprüfung abgedeckt werde.
- 5) Beratung des Kunden in Bezug auf die präferierte Investmentphilosophie: Qualitativ, quantitativ-prognosebasiert oder regelbasiert-robust.
- 6) Nachhaltigkeitsberatung von Anlegern

---

<sup>69</sup> s. z.B. Geczy/Samonov 2015, Ooi 2014 und Hurst/Ooi/Pedersen 2012, und siehe auch Abschnitte zu Trendfolge weiter unten. Eigene Analysen kann man unter [www.portfoliovisualizer.com](http://www.portfoliovisualizer.com) vornehmen.

<sup>70</sup> S. dazu auch Abschnitt „Modularer Ansatz“

<sup>71</sup> s. z. B. Blanchet 2014, S. 52

- 7) Beratung von Kunden in Bezug auf unterschiedliche Renditemodule (z.B. mit/ohne ESG), unterschiedliche Kombinationen mit „Cash“ und eine Risikotool-Nutzung in Abstimmung mit den Bestandsanlagen des Kunden und ggf. Verkaufsempfehlungen für Bestandsanlagen
- 8) Unterstützung des Kunden bei der kosteneffizienten Implementierung der Kapitalanlage, z.B. Wahl der „Verpackung“ (Versicherung, Fonds, ETF-VV etc.), einer neuen Depotbank und Gestaltung von über die Zeit gestreuten Anlageplänen bis hin zu Sparplänen
- 9) Reporting und Monitoring der gesamten Kapitalanlagen des Anlegers inklusive des Versicherungsschutzes und geänderter Einnahmen/Ausgaben
- 10) Spezielle Altersversorgungsaspekte inklusive gesetzlicher und betrieblicher Versorgungen
- 11) Erbschaftsthemen
- 12) Sonstige steuerliche Themen

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

Zur systematischen Vorbereitung eines Gespräches mit einem Anlageberater können kostenpflichtige Software-Programme<sup>72</sup> genutzt werden. Diese Tools enthalten nicht nur Haushaltsplaner und Kontenaggregationen, sondern verschaffen teilweise auch einen Überblick über Versicherungen bzw. beinhalten einfache Finanzplanungshilfen. Die ca. EUR 50-100 p.a., die solche Programme typischerweise kosten, halten wir für eine gute Investition. Es gibt inzwischen auch einige auf den ersten Blick kostenlos erscheinende Online-Tools (s. Finanzblick von Buhl), die bei den Analysen und Planungen unterstützen.

Für die Beratungsvorbereitung können auch die Seiten [www.finatra.de](http://www.finatra.de), [www.dia-vorsorge.de](http://www.dia-vorsorge.de), [www.portfoliovisualizer.com](http://www.portfoliovisualizer.com) und [www.portfoliocharts.com](http://www.portfoliocharts.com) und FRIPI Tool Webanwendung der DVFA hilfreich sein.<sup>73</sup>

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

---

<sup>72</sup> ehemals Quicken; ähnlich auch Starmoney oder WISO Mein Geld, oder ähnliche private Ausgaben-/Einnahmeplanungstools aber auch die Tools auf [www.finatra.de](http://www.finatra.de) und [www.dia-vorsorge.de](http://www.dia-vorsorge.de)

<sup>73</sup> Zur möglichen Nutzung dieser Tools s. Kapitel „Nachhaltigkeitspolitik“, die überarbeitete Version des DVFA PRISC heisst DVFA FRIPI Framework for Responsible Investment Policies and Impact

Gute Beratung kann sehr wertvoll sein, denn sie kann helfen, kostspielige Fehler zu vermeiden und auch direkte Kosten sparen. Berater sind auch sehr wichtig, um eine umfassende Betreuung sicherzustellen. Deshalb arbeiten wir gerne mit Beratern zusammen.

## **1.12. Datenschutz durch weitgehenden Verzicht auf Analysen von Anlegerdaten (Small Data Ansatz)**

Die Informationen, die zu einer guten Beratung auf Basis dieser Themen nötig sind, werden von Anlegern ungerne offengelegt.

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

Wir bitten Interessenten, die über unsere Aktivitäten auf dem Laufenden gehalten werden möchten, allerdings um ihre E-Mail-Adresse und eventuell auch um Angaben zu ihren Interessengebieten und speichern diese auch. Wir geben diese Informationen nur weiter, wenn der Interessent eingewilligt hat und diese Einwilligung kann jederzeit widerrufen werden.

Wir sind ein eigentümergeführtes Unternehmen. Da wir nicht vorhaben, unsere Unternehmensanteile zu verkaufen, fällt uns der Verzicht auf solche kommerziell nutzbaren Kundendaten nicht schwer.

## **1.13. „Verantwortungsvolles“ Investieren und neuartiges ESG ETF-Portfolio ab 2016**

Außer dem oben genannten Weltmarktportfolio entwickeln wir weitere systematisch-prognosefreie Portfolios, insbesondere solche mit Fokus auf sozial und ökologisch gute Anlagen mit guter „Governance/Aufsicht“ („ESG“ für Environment, Social and Governance und „SRI“ für Socially Responsible Investments und „RI“ für Responsible Investments bzw. Verantwortungsvolles Investieren; diese Begriffe werden der Einfachheit halber hier als austauschbar angesehen)<sup>74</sup>.

Zahlreiche Untersuchungen haben gezeigt, dass man als Anleger bei verantwortungsvollen Geldanlagen meist weder auf Rendite verzichten noch zusätzliches Risiko in Kauf nehmen muss<sup>75</sup>.

---

<sup>74</sup> Details siehe Söhnholz/Frank 2018

<sup>75</sup> siehe Söhnholz 2014b; Hale 2016

Wir erwarten deshalb, dass Investments nach solchen Kriterien künftig wichtiger werden. Für institutionelle Investoren wird bereits seit einiger Zeit darüber diskutiert, ob sie nicht sogar eine Pflicht zur Berücksichtigung von ESG Kriterien haben<sup>76</sup>.

Also spricht nichts dagegen und viel dafür, solche Portfolios umzusetzen. Allerdings finden sich bei der Vorbereitung des Starts unsere Gesellschaft im Jahr 2015 noch nicht für alle von uns selektierten Anlagesegmente passende „ESG“ ETFs bzw. die angebotenen ETFs erfüllen nicht unsere strengen Selektionsanforderungen<sup>77</sup>. Unter passend verstehen wir eine Anwendung umfassender Ausschlüsse und strenger ESG-Regeln bzw. sogenannter ESG-Scores<sup>78</sup>. Dafür werden von Datenanbietern oft über 100 ESG-Kriterien pro Aktie erhoben. Die erhobenen Daten unterschieden sich von Anbieter zu Anbieter und auch die Aggregation der Daten ist unterschiedlich. So nutzen einige Datenanbieter und auch Anleger Ausschlusskriterien. Die meisten arbeiten dabei mit einem branchenbezogenen Best-In Class Konzept<sup>79</sup>, während wir möglichst branchenunabhängige Best-in-Universe Scores nutzen wollen.

In 2015 waren erst sehr wenige nachhaltige Anleihe-ETFs verfügbar, so dass unsere Allokation zu Anleihen zum Start nur 25% betrug. Staatsanleihen nutzen wir für unsere nachhaltigen Portfolios nicht, weil Staaten zahlreiche nicht-nachhaltige Aktivitäten wie Förderungen von fossilen Brennstoffen, Atomkraft, Waffenexporten etc. haben. Ab 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. 2021 kam ein nachhaltiger Infrastruktur-ETF hinzu und 2021 ein nachhaltiger Small Cap ETF. In 2023 entfiel das Segment Infrastruktur wieder, weil kein ETF unsere verschärften Selektionsregeln erfüllt und ab 2025 allokatieren wir nur noch Anlagesegmente des Weltmarktportfolios mit mindestens 7,5% Anteil.

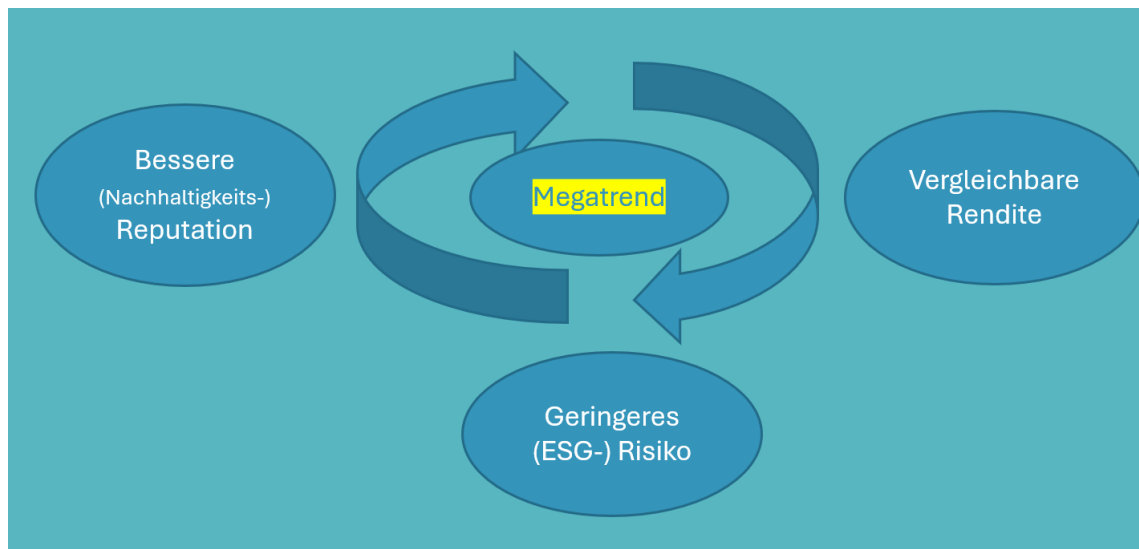
---

<sup>76</sup> vgl. UNEP 2015

<sup>77</sup> siehe <http://prof-soehnholz.com/verantwortungsvolle-investments-im-vergleich-sri-etfs-sind-besser-als-esg-etfs/>

<sup>78</sup> ESG-Scores umfassen ESG-Ratings und vergleichbare Kennzahlen von nicht zugelassenen ESG-Ratinganbietern, d.h. sogenannten ESG Datenanbietern


<sup>79</sup> S. Söhnholz/Frank 2018



## 16 falsche ESG-Thesen

#	Falsche Thesen
1	ESG Investing kostet Rendite oder erhöht das Risiko
2	ESG reduziert Diversifikation zu stark
3	ESG Investing ist zu teuer
4	Es gibt sehr viele verantwortungsvolle Fonds
5	ESG Strategien mit börsennotierten Werten bringen nichts
6	ESG Momentum/Progress ist nachhaltig
7	Impact bei Aktien ist nicht messbar (SDG, Verbesserungen)
8	ESG Stimmrechtsausübung/Engagement sind wichtig
9	Reine ESG/SRI ETFs sind besonders streng
10	ESG Ratings sind nicht verlässlich
11	Unternehmen mit guten ESG Ratings sind immer gut
12	ESG Ratings werden zu selten gemacht
13	Unternehmen mit guten ESG Ratings sind schon zu teuer
14	Die ESG Regulierung wird für Klarheit sorgen
15	Greenwashing kann nicht einfach geprüft werden
16	ESG Investments sind kaum verständlich

Vgl. <https://prof-soehnholz.com/esg-kritik-ueber-20-falschaussagen/>

 **Soehnholz ESG**  
Pure & SDG & Custom Portfolios

## 1.14. Institutionelle Ansprüche und Eignung auch für professionelle Anleger

Unsere Portfolios sind zwar ursprünglich für Privatanleger entwickelt worden, aber sie sollen auch institutionellen Ansprüchen genügen. Regelbasierte Anlagen mit offen gelegten Regeln sind für institutionelle Investoren konzeptionell sogar besonders attraktiv, da sie durch ihre hohe Transparenz regulatorische und Compliance-Vorgaben besonders gut erfüllen können. Auch robuste Kapitalanlagen sind für institutionelle Anleger meistens attraktiver als volatile Anlagen. Auch mit unserem speziellen Fokus auf „verantwortungsvolle“ bzw. nachhaltige Portfolios sollten wir für institutionelle Kapitalanleger, für die diese Themen immer wichtiger werden, attraktiv sein.

Da unsere Portfolios auf neuesten wissenschaftlichen Erkenntnissen beruhen, wir unterschiedlichen institutionellen Implementierungsbedürfnissen flexibel nachkommen und bei Bedarf auch ein institutionelles Reporting liefern können, gibt es viele Gründe, warum unsere Portfolios auch für institutionelle Anleger interessant sein sollten. Zudem haben wir langjährige institutionelle Erfahrung.



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

## 1.15. Kritik an kapitalgewichteten und Faktorprodukten

Fast alle allgemein bekannten Aktienindizes nutzen Kapitalisierungsgewichtungen<sup>80</sup>. Anleihen werden in der Regel nach Gesamtwert der ausstehenden Anleihen gewichtet, also vereinfacht gesagt nach der Schuldenhöhe des Emittenten. Das heißt aber auch: Je höher die Kurse einer Aktie sind bzw. je mehr Schulden ein Staat oder ein Unternehmen aufgenommen hat, desto höher wird dieses Wertpapier im Index gewichtet. Anders ausgedrückt: Diese Indizes sind prozyklisch aufgesetzt: Ende 2024 werden viele Aktienindizes von US-Aktien, davon wenige Technologiewerten dominiert.

Besonders in den USA wächst der Sektor der sogenannten Smart-Beta ETFs<sup>81</sup> stark. Wie der Name schon sagt, sollen solche Produkte intelligenter sein als normale ETFs. Die Überlegungen, die hinter den Produkten stehen, sind interessant. Der Hintergrund: „Beta“ steht für Marktperformance, so wie „Alpha“ als Begriff für die Fähigkeiten zur Outperformance von Märkten genutzt wird.

Smart-Beta steht für regelbasierte (und meist auch Prognosefreiheit, deshalb sind Smart-Beta Strategien aus unserer Sicht konzeptionell attraktiv) Abweichungen von kapitalisierungsgewichteten Indexkonzepten. Konzepte, die auf teils wenig transparenten Index-Komitee-Entscheidungen beruhen, halten wir dabei für weniger attraktiv als Konzepte, die auf durchgängig nachvollziehbaren und dokumentierten Regeln beruhen.

Sehr viele Untersuchungen zeigen, dass fast jede andere Art von Gewichtung zu höheren Renditen von Anlagen führt als Kapitalgewichtungen. Die bessere konzeptionelle Rendite von alternativen („smarten“) Gewichtungen kann zum Teil auf anti-zyklische Effekte durch bei all diesen Ansätzen nötige Rebalancierungen zurückgeführt werden. Viele Untersuchungen ergeben, dass besonders Gleichgewichtungen von Aktien in zahlreichen Perioden und Märkten bessere Renditen bringen als Kapitalisierungs- aber auch als viele andere Arten von Gewichtungen<sup>82</sup>.

Andere Smart-Beta Strategien arbeitet nicht (nur) mit anderen Gewichtungen, sondern auch mit anderen Selektionskriterien als klassische Indizes, für die Größe (Kapitalisierung bzw. Schuldenstand

---

<sup>80</sup> Gewichtung = Kurs \* Anzahl der relevanten Aktien

<sup>81</sup> Morningstar spricht von Strategic Beta

<sup>82</sup> s. Söhnholz 2012b, u.a. deshalb sind die direkten Aktienportfolios so gewichtet

etc.) im Vordergrund steht. So meinen einige Wissenschaftler<sup>83</sup> und Praktiker, dass sich manche Arten von Aktien preislich systematisch besser entwickeln als andere. Das widerspricht der Hypothese von Markteffizienz, denn in einem effizienten Markt sollte es vorhersehbare Outperformance nicht geben.

Diese systematische Outperformance soll vor allem für kleine Unternehmen gegenüber großen Unternehmen, günstige Aktien gegenüber Wachstumsaktien (Value versus Growth), Aktien guter Qualität gegenüber Aktien schlechter Qualität, Aktien mit niedrigeren Schwankungen gegenüber solchen mit höheren Schwankungen etc. gelten. Aber unterschiedliche Untersuchungen bzw. Praktiker nutzen teilweise unterschiedliche Definitionen der Faktoren<sup>84</sup>. Und die meisten der Untersuchungen beruhen auf relativ langen Zeitreihen von US-Daten. Für andere Länder lassen sich vergleichbare Faktoreffekte oft nicht zeigen.

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

Deshalb nutzen wir typischerweise keine Faktor- bzw. Smart-Beta ETFs. Allerdings können Faktor-ETFs anderen ETFs vorgezogen werden, wenn Sie faktorunabhängigen ETF-Selektionsregeln, zum Beispiel Nachhaltigkeitsanforderungen, besser entsprechen.

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

Neben der Diversifikation über Anlageklassen bzw. Faktoren ist die Diversifikation über die Zeit ein wichtiger Ansatz zur Risikosenkung. Das Konzept des sogenannten Cost-Averaging (in Bezug auf die über die Zeit gestreute Einstandskurs-Durchschnittsbildung beim Wertpapierkauf z.B. bei Sparplänen) spricht dafür, das Zielinvestmentvolumen über mehrere Zeitpunkte bzw. Perioden (Tageszeiten, Tage, bzw. Wochen) gestreut zu investieren<sup>85</sup>. Bei dauerhaft steigenden Märkten, wie das bei unseren Renditeportfolios der Fall sein sollte, können Sparpläne aber Renditenachteile gegenüber direkten Vollinvestitionen haben.

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

---

<sup>83</sup> z.B. Fama/French 2013 mit ihren Faktormodellen

<sup>84</sup> Für „Value“ gibt es dutzende von unterschiedlichen Definitionen

<sup>85</sup> s. z. B. Malkiel/Ellis 2013, S. 128-131

Partielle Kapitalgarantien kann man heute für sehr viele Portfolios mit Derivaten selbst entwickeln oder von Dritten (Banken) kaufen, aber Garantien sind oft sehr teuer, insbesondere unter Einbezug von Opportunitätskosten (entgangenen Gewinne). Garantien kosten typischerweise umso mehr Geld, je niedriger die Zinsen sind. Garantien funktionieren nämlich normalerweise so, dass ein Teil des Anlagebetrages in zinstragenden Anlagen angelegt wird, die zum Ende der Garantiezeit den Garantiebtrag durch Zins und Zinseszins sichern sollen. Bei einem relativ hohen Zins und langen Garantieperioden funktioniert das ganz gut. In einem solchen Fall bleiben von 100% Anlagekapital zum Zeitpunkt 0 noch etliche % frei, um diese in risikoreiche renditeorientierte Anlagen zu investieren. Von der Höhe dieses Betrages (nach Kosten) hängt der Partizipationsgrad an den Wertentwicklungen der Basisanlage ab. Bei geringen Zinsen und kurzen Garantieperioden funktioniert das aber sehr schlecht, weil kaum noch Anlagekapital für renditeorientierte Anlagen übrigbleibt. Ähnliches gilt auch für die Kosten der Absicherung Derivaten (Optionen und Futures), die in der Regel umso höher sind, je niedriger die Zinsen sind und je länger die abzusichernde Periode ist.

Auch die weit verbreiteten Stopp-Loss Vorgaben für risikoreiche Anlagen sind nicht immer hilfreich. So kann man vielfach feststellen, dass so Verluste zwar sicher realisiert werden, wenn die Stopp-Loss Marken erreicht werden, aber der Wiedereinstieg in den Markt im Nachgang zu spät erfolgt, so dass die sogenannten Opportunitätskosten für entgangene Gewinne sehr hoch sind. Vereinfacht kann man sagen, dass Absicherungen jeglicher Art normalerweise – teilweise erhebliche – Zusatzkosten verursachen, die zu Renditeschmälerungen führen.

Neben externen Absicherungs-, Derivate- und Stopp-Loss Absicherungen sind trendbasierte Risikosteuerungsansätze relativ weit verbreitet. Es gibt viele Indikatoren dafür, dass Märkte Trends folgen. Mit der Behavioral Finance Erklärungsansätzen<sup>86</sup> gibt es dafür auch rationale Begründungen. Wenn man einen Abschwung rechtzeitig erkennt, sollte man deshalb aus dem Markt aussteigen bzw. wenn man einen Aufschwung erkennt, einsteigen. Es gibt viele Investmentprofis, die sich intensiv mit Trendfolge und Momentum und verwandten Begriffen beschäftigen und es gibt sehr viele unterschiedliche Ansätze.

Mittelfristig haben sich einige dieser sogenannten Trendfolgeansätze recht gut bewährt, um Verluste zu reduzieren, aber trotzdem nicht zu spät wieder in Märkte einzusteigen<sup>87</sup>. Allerdings sind die Anforderungen an gute Signalsysteme sehr hoch<sup>88</sup>.

Wir haben 2016 mehrere Ansätze getestet, die unseren Prinzipien folgen: Einfach, robust und transparent. Viele Trendfolgeansätze zeichnen sich nämlich durch hohe Komplexität bzw. hohe Sensitivität in Bezug auf die Annahmen aus. Wenn man z.B. statt eines 30 Tage Durchschnittes einen

---

<sup>86</sup> siehe z.B. Weber et al. 2015

<sup>87</sup> s. z.B. Geczy/Samonov 2015, Lempérière et al. 2014 und Hurst/Ooi/Pedersen 2012

<sup>88</sup> siehe z.B. Söhnholz/Rieken/Kaiser 2010, S. 111-116

mit 25 oder 35 Tagen verwendet, kommt man bei sonst gleichen Parametern auf teilweise sehr unterschiedliche Resultate. Durch Data-Mining kann man so zu sehr gut aussehenden Rückrechnungen (Backtests) kommen. Wir haben bewusst nur sehr wenige Varianten getestet und alle Tests dokumentiert<sup>89</sup>.

Wichtig ist uns auch, dass nur wenige bzw. selten Signale generiert werden, um die Implementierungskosten für Ausstieg und Wiedereinstieg gering zu halten. Im Idealfall ist es egal, ob die Signale sofort oder erst im Laufe z.B. der dem Signal folgenden Woche umgesetzt werden. Das ist besonders für Fonds- bzw. ETF-Portfolios wichtig, da einzelne Anleger Signale in der Regel nicht so schnell in ihren Depots umsetzen können wie professionelle Portfoliomanager.

Da die Implementierungskosten und die Geschwindigkeit eine wichtige Rolle spielen, suchten wir nach einem Modell, bei dem auf Signalbasis einige – aber nicht alle – ETFs (anteilig) verkauft werden und durch „Cash“ ersetzt werden. Das führt dazu, dass sich die Allokation im Renditeportfolio entsprechend ändert. Bei positiven Signalen würden diese ETFs wiedergekauft und die Basisallokation wiederhergestellt werden.<sup>90</sup> Die Ergebnisse dieses Ansatzes waren nicht befriedigend, so dass wir aktiv keine risikogesteuerten Portfolios mehr anbieten.

## 1.17. Relativ geringe Kosten im Vergleich zu traditionellen Angeboten

Für eine gute Rendite sind niedrige Kosten wichtig<sup>91</sup>. Die Kosten für unsere Services sind mit 0,25% p.a. bzw. 25% Anteil an den Vergütungen unserer Vertriebs- bzw. Beratungspartner relativ niedrig.

Selbst wenn durchschnittliche Anleger ihr ganzes typisches Wertpapierdepot von ca. EUR 10.000 nach unseren Modellportfolios anlegen würden, würden sie bei insgesamt 1% p.a. inklusive Beratung bzw. Verwaltung nur EUR 100 pro Jahr zahlen. Dafür bekommt man normalerweise nicht einmal eine einzige Beraterstunde, denn Berater wollen verständlicherweise nur Kunden betreuen, von denen sie für ihre Beratungsleistung adäquat honoriert werden.

Zu beachten ist, dass diese Gebühren für solche Modellportfolios – anders als bei direkten Einzelfonds- bzw. Dachfondsinvestments - der Umsatzsteuer unterliegen, also 19% p.a.<sup>92</sup> (0,19% bei 1%) auf diese Servicegebühr zusätzlich erhoben werden. Hinzu kommen die Kosten für den Kauf-

---

<sup>89</sup> Siehe Test von Risikomanagementmodellen unter [Archiv – Soehholz ESG](#)

<sup>90</sup> Die hier skizzierten Risikosignaltests wurden im August/September 2016 durchgeführt und dokumentiert und die detaillierte Dokumentation wird auf [www.prof-soehholz.com](http://www.prof-soehholz.com) im Archiv zur Verfügung gestellt

<sup>91</sup> s. z.B. Faber 2015, S. 104

<sup>92</sup> 16% von Juli bis Dezember 2020

und Verkauf der Wertpapieren im Depot, die depotbankabhängig sind. Ausgabeaufschläge, sonstige Einmalgebühren oder laufende Gebühren fallen für unsere Modellportfolios nicht an<sup>93</sup>.

Grundsätzlich fällt bei einem direkten ETF- bzw. Aktienportfolios kein Ausgabeaufschlag an, der bei offenen Investmentfonds bis zu 6% einmalig betragen kann und meist dem Fondsvertrieb zugute kommt.

Der direkte Vergleich stellt sich aus Sicht des ETF-Portfolioanlegers zum direkten (Dach-) Fondsanleger wie folgt dar: Geringere Kosten für das „Management“ von Fonds<sup>94</sup>, vergleichbare laufende Beratungskosten (Innenprovisionen von Fonds für den Vertrieb liegen meist bei 0,5% - 0,75% pro Jahr; dem entspricht unsere empfohlene Beratungsgebühr), keine erfolgsabhängige Gebühren (die bei Fonds höher sein können als die Managementgebühren) und unterschiedliche Handelskosten (die innerhalb von Fonds bei aktiven Fonds recht hoch sein können<sup>95</sup>). Bei Fondsinvestments fallen diese Gebühren aber auch auf den renditefreien bzw. renditearmen „Cash“-Teil des Portfolios an.

Insgesamt ist unser Angebot nach unseren Kalkulationen inklusive Beratung deshalb in 2016 ca. 1-2% p.a. günstiger als vergleichbare traditionelle Angebote. Ohne die Berücksichtigung unserer Nicht-Gebühren auf Cash ist unser Angebot mit 1% p.a. nach unseren Schätzungen allerdings bis zu 0,5% p.a. teurer als manche beratungsfreien Onlineangebote (Robo-Advisor Angebote).<sup>96</sup>

Den folgenden Vergleich haben wir Ende 2015 erstellt:

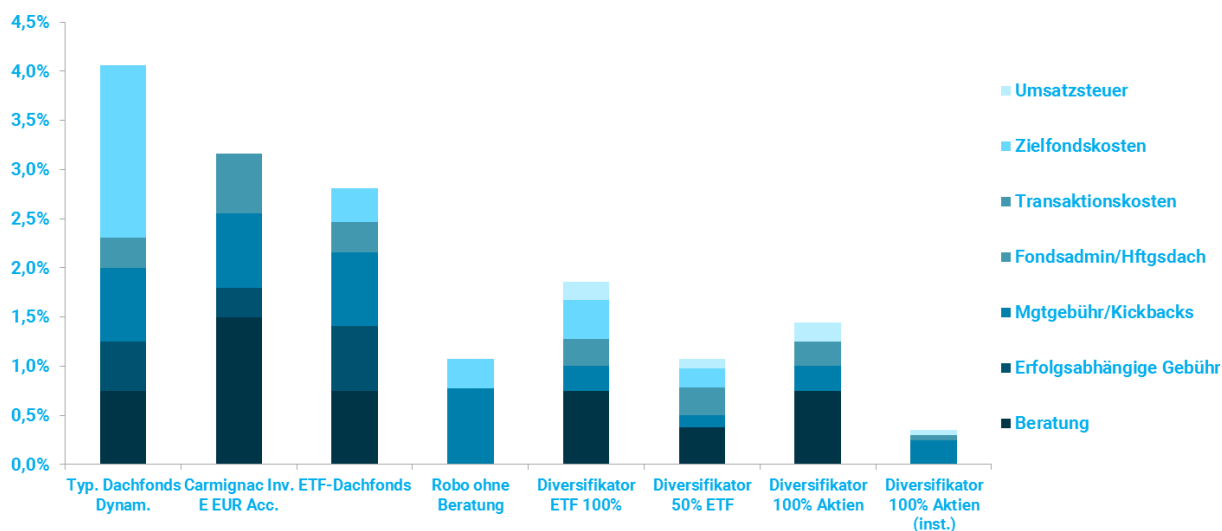
---

<sup>93</sup> Mögliche Ausnahmen: Nutzung des von uns beraten Fonds bzw. Portfolios aktiver Fonds

<sup>94</sup> bei aktienorientierten Fonds liegen diese typischerweise bei 0,5% bis 1% p.a. im Vergleich zu unseren Servicegebühren von 0,3% p.a.

<sup>95</sup> s. Petersmann-Institut in Heuser 2015, S. 226

<sup>96</sup> Details zur Abwicklung werden auch im Abschnitt „Kosten“ in „Fragen und Antworten“ beschrieben



## 1.18. Umsetzung im individuellen Depot (Execution only)

Die meisten Depotbanken und manche Vermögensverwalter bieten Execution-Only Mandate an. Dabei setzen Anleger ihre Portfolios selbst um. Technisch sollte ein separates (Unter-)Depot eröffnet werden, um unsere Modellportfolios zu implementieren. Dafür fallen für Privatanleger normalerweise keine oder nur sehr geringe Kosten an, da die Depotbetreiber typischerweise an den Transaktionskosten verdienen. Anders als beim Kauf von Dachfonds fallen die Kosten für den Kauf und Verkauf von ETFs und Aktien direkt im Depot des Privatkunden an und sind von der jeweiligen Depotbank und dem Broker bzw. Handelsplatz abhängig. Ein weiteres wichtiges Element bei einer Depotbankwahl ist zum Beispiel die Breite und Tiefe der ETF- und Aktienangebotspalette.

Depots werden normalerweise im Namen und für Rechnung des jeweiligen Anlegers geführt. Der Anleger entscheidet selbst darüber, was er in seinem Depot anlegt. Alle nötigen Modellportfolio-Informationen können Anleger von mit uns kooperierenden Vermögensverwaltern bzw. Beratern erhalten. Grundsätzlich sind wir dabei für die Zusammenarbeit mit allen Arten von Beratern bzw. Verwaltern und Depotbanken offen.

Vermögensverwalter akzeptieren reine Execution-only Mandate oft nicht oder erst ab sehr hohen Anlagesummen bzw. verlangen t.w. relativ hohe Gebühren für solche Mandate. Gerade bei kleinen Anlagesummen ist es manchmal auch schwierig, einen Verwalter und besonders Berater zu finden, der für 1% pro Jahr arbeiten will. Der Grund: Bei den in Deutschland durchschnittlich üblichen zehntausend bis fünfzehntausend Euro Wertpapier-Anlagevolumen sind 1% nur 100 bis 150 EUR und entsprechen damit den Mindestkosten für eine einzige Beraterstunde. Wenn man die hohen Anforderungen an gute Beratung bzw. Berater betrachtet, ist es nicht verwunderlich, wenn man für – aus Beratersicht - geringe Anlagesummen oft keine interessierten Berater findet. Wir selbst

verlangen keine Mindestanlagesumme. Es kann aber sein, dass außer Beratern auch Depotbanken Mindestanlagesummen bzw. Mindestgebühren verlangen.

Depots selbst werden heute oft kostenlos geführt. Depotbanken müssen aber auch verdienen. Das geschieht in der Regel über Transaktionsgebühren. Der Berater bzw. der Anleger sollten unbedingt prüfen, wie stark der Einfluss der Transaktionskosten ist. Bei einem einmaligen Anlagebetrag von EUR 10.000, der auf 5 ETFs verteilt wird, werden 2.000 Euro pro ETF angelegt. Kauf- und Verkaufskosten von nur je 5 Euro führen zu Kosten von 10 Euro („Roundtrip“, also Kauf und Verkauf) pro ETF, also bereits 0,5%. Allerdings gibt es seit einigen Jahren auch in Deutschland sogenannte Gratisbroker, mit denen – meist gegen Überlassung von Daten –, relativ günstig gehandelt werden kann. Dabei ist unter anderem darauf zu achten, zu welchen Preisen/Kursen Wertpapierkäufe bzw. -Verkäufe erfolgen. Diese sind oft etwas höher/niedriger als Käufe an offiziellen Marktplätzen (Börsen).

Anleger mit kleinen Anlagesummen sollten besonderen Wert auf Portfolios mit wenig Handelsaktivitäten bzw. geringen Umsetzungskosten in den Depots legen, die bei kleinen Summen besonders hohe Anteile an den Kosten ausmachen können. Sie sollten aber nicht grundsätzlich andere Allokationen verfolgen. Eine kleinere Anzahl von ETFs oder Aktien im Portfolio kann sich bei vielen Banken bzw. Brokern schnell positiv auf die Rendite nach Kosten auswirken.<sup>97</sup>

## 1.19. Portfolio-Zugang über (ETF-)Dachfonds, fondsgebundene Versicherungen und andere Verpackungen

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

Als Verpackungen bieten sich vor allem offene Investmentfonds (technisch sind das dann sogenannte Dachfonds) und fondsgebundene Versicherungspolicen, oder Zertifikate bzw.

---

<sup>97</sup> Bei der Nutzung sogenannter „Gratisbroker“ spielen diese Kosten keine große Rolle mehr

strukturierte Produkte an. Für institutionelle Anleger haben zudem Schuldscheinverpackungen potenzielle Vorteile.

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

## **1.20. Selbstbeschränkung des Anlageuniversums auf Fonds und liquide Aktien und Anleihen**

Für unsere meist mittel- bis langfristig orientierten Anleger spielt Liquidität faktisch keine sehr wichtige Rolle. Aber eine ausreichende Liquidität der Anlagen gibt unseren Beratern und deren Kunden Sicherheit, da man die von uns vorgeschlagenen Portfolios bei Bedarf kurzfristig verkaufen kann, ohne mit erheblichen Illiquiditätsabschlägen rechnen zu müssen.

Aber wir werden auch neue, und damit weniger liquide ETFs bzw. Fonds und einzelne Wertpapiere bzw. Investmentmöglichkeiten analysieren und gegebenenfalls zur Nutzung vorschlagen. Der Grund: Einige Untersuchungen zeigen, dass z.B. neue bzw. kleine Fonds durchaus auch Vorteile gegenüber älteren und liquideren Produkten haben können. Argumente für festgestellte Renditevorteile jüngerer und kleinerer Fonds sind zum Beispiel der erhebliche Einfluss institutioneller Investoren auf große und liquide ETFs mit zumindest kurzfristig möglicherweise negativen Effekten. Außerdem können mit neuen Aktien, Fonds bzw. ETFs neue interessante Investmentideen grundsätzlich schnell und oft kostengünstig umsetzen.

Auch die Aufnahme von Derivaten (v.a. Futures und Optionen) und Zertifikaten schließen wir nicht grundsätzlich aus. So könnten Derivate vor allem im Risikomanagement z.B. für Währungsabsicherungen für institutionelle Portfolios zum Einsatz kommen. Außerdem können bestimmte Marktsegmente z.B. einige Rohstoffanlagen nur mit Derivaten in Portfolios umgesetzt werden oder Derivate ermöglichen steuereffizientere Umsetzungen als direkte Investitionen und können sich so für Anleger rentieren. Allerdings ist ein Derivateinsatz in standardisierten Vermögensverwaltungen technisch manchmal schwierig umsetzbar.

Zudem haben Derivate und Zertifikate Emittentenrisiken und sind nicht immer sehr transparent und werden deshalb bis auf weiteres nicht in unsere Modellportfolios aufgenommen.

## 1.21. Reporting und Monitoring von Modellportfolios

Ein Performance-Reporting auf der Ebene einzelner Kundendepots bieten wir typischerweise nicht an, da wir die nötigen Depot-Informationen einzelner Kunden nicht haben wollen. Und Standard-Modellportfolioreports sind wenig hilfreich, denn selbst wenn nur ein einziges Portfolio umgesetzt wird, können sich Anlegerdepots für dieses Portfolio vor allem nach Erstinvestment- und Rebalancierungszeitpunkten sowie unterschiedlichen Depotbankgebühren unterscheiden. Individuelles Reporting bekommen Anleger von ihrer Depotbank oder ihrem Berater.

Besonders bei mehrfachen Einzahlungen in Modellportfolios werden individuelle Umsetzungen vorherrschen: Je nach Höhe der Einzahlungen und aktueller Zusammensetzung des Depots könnten einzelne Zahlungen nur in ein einziges Wertpapier investiert werden, um die Transaktionskosten gering zu halten. Das könnte das Wertpapier mit der höchsten negativen Allokations-Abweichung vom Modellportfolio-Regelanteil sein (im Laufe der Zeit ändern sich Modellportfolio-Anteile durch Wertveränderungen der Modellportfolio-Bestandteile). Dieses Vorgehen sollte sich durch den antizyklischen Effekt positiv auf das Gesamtportfolio auswirken können<sup>98</sup>.

Wir bieten unseren Partnern aber Nachhaltigkeitsreportings für die Modellportfolios an.

## 1.22. Wissenschaftliche Basis

Wir versuchen, wissenschaftliche Forschungen, aber auch Research aus der Praxis zu verfolgen und – sofern sinnvoll – zu berücksichtigen<sup>99</sup>. Unsere Portfolios sind aber nicht direkt aus einer allgemein anerkannten wissenschaftlichen Theorie oder einem allgemein anerkannten Modell bzw. einer einzelnen Studie ableitbar.

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

Wir versuchen deshalb vor allem auch das zu berücksichtigen, was sich bisher als falsch herausgestellt hat. So nehmen wir nicht an, dass Staatsanleihen immer sicher sind oder Aktien

---

<sup>98</sup> Es gibt jedoch zunehmend günstige ETF-Sparpläne bzw. „kostenlose“ Broker. Sparpläneffekte können auf [www.portfoliovisualizer.com](http://www.portfoliovisualizer.com) selbst getestet werden, vgl. Backtest Portfolio, dann Backtest Asset Allocation und der Cashflow-Funktion

<sup>99</sup> Siehe dazu die inzsichen wöchentlichen Mult-Researchbeiträge auf [www.prof-soehnholz.com](http://www.prof-soehnholz.com)

immer höhere Renditen und Risiken mit sich bringen als Anleihen. Zudem versuchen wir, alle unsere wichtigen Annahmen deutlich zu machen und damit kritisierbar zu sein, um letztendlich eine Verbesserung unserer Portfolios zu erreichen.

### 1.23. Risiken und Interessenkonflikte

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

Ein paar von den spezifischen Risikohinweisen können aber hilfreicher sein. Dazu gehören mögliche Interessenkonflikte. Dirk Söhnholz hat sein Vermögen seit Ende 2021 überwiegend im FutureVest Equity Sustainable Development Goals Fonds angelegt. Daraus resultieren aber unseres Erachtens keine direkten Interessenkonflikte. Allerdings ist dieser Fonds auch in den ab 2025 angebotenen Fonds-Modellportfolios enthalten. Hier besteht das **Risiko einer zu hohen Allokation**, um Zusatzeinnahmen zu generieren. Weil sich bei dem Fonds um einen Small- und Midcap-Aktienfonds handelt, sollte die Allokation in einem Weltmarktportfolio inklusive Anleihen nicht über 10% liegen. Für reine Aktienfondsportfolios kann der Anteil entsprechend höher ausfallen.

### 1.24. Selbstkritik und kontinuierlicher Verbesserungsprozess

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

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

**Kapitalisierungsgewichtete Indizes** als Basis der meisten ETFs in den Modellportfolios: Vereinfacht gesagt sind bei diesen Indizes die „teuren“ (in Bezug auf Kurs \* Volumen ausstehender Aktien, nicht bezogen auf die „Bewertung“ des Kurses) Titel besonders hoch gewichtet bzw. bei Anleihen die Staaten/Unternehmen mit den höchsten Schulden besonders hoch gewichtet. Hinzu kommt, dass manchmal einzelne Branchen oder sogar einzelne Wertpapiere relativ hohe Anteile an

Indizes haben können, wie japanische Aktien, Internet-Aktien, Finanzdienstleister oder Technologieaktien zu ihren jeweiligen Boomzeiten.

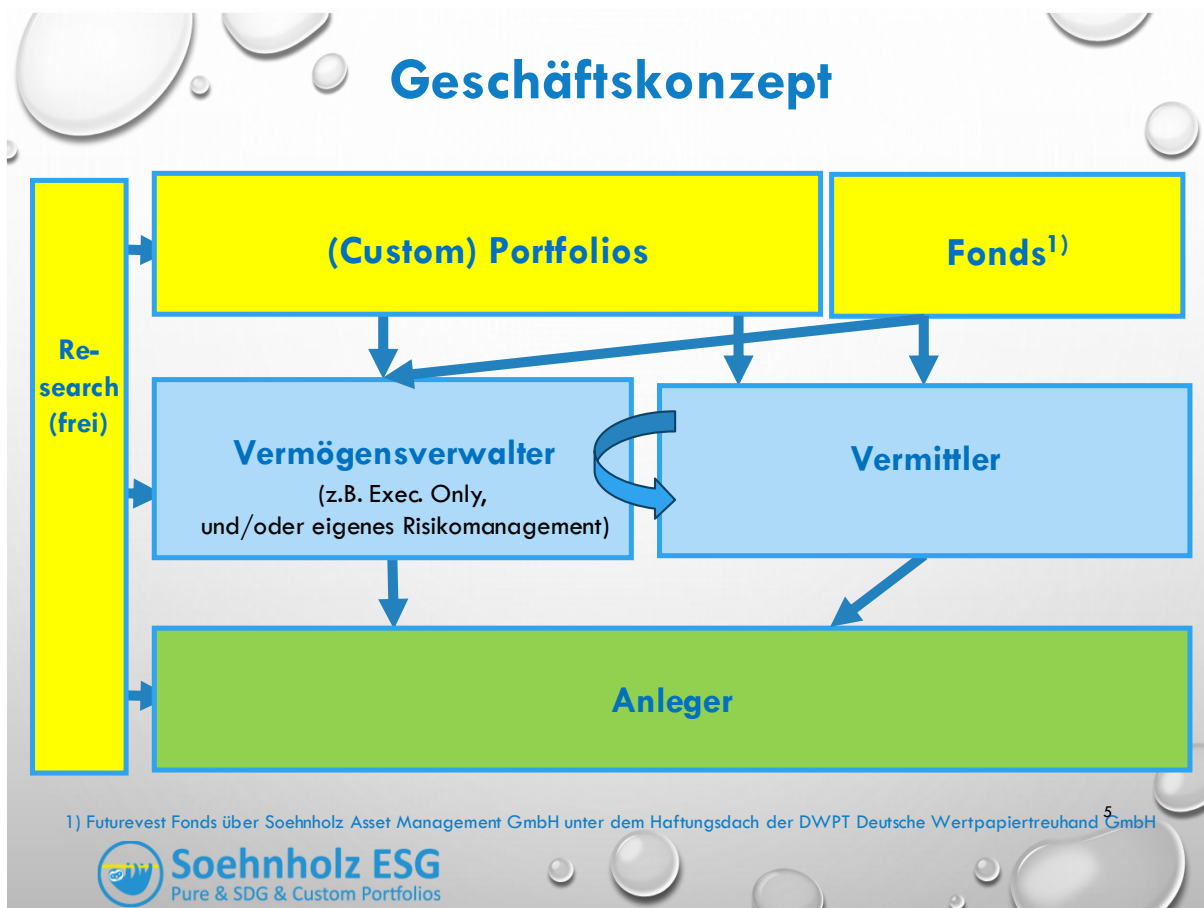
**Überdiversifikation** und breite ETF-Nutzung: Unsere ETF- und Fondsportfolios enthalten hunderte und teilweise sogar tausende von Wertpapieren. Das ist eine sehr starke Diversifikation im Vergleich zu den oft als ideal genannten 15-30 Wertpapieren, die für eine gute Diversifikation (allerdings meist bezogen auf einzelne Marktsegmente und nicht auf ein breites Weltmarktportfolio) ausreichen sollen.

**Fehlender Track Record** einiger Modellportfolios bzw. einiger der genutzten ETFs: Unsere Portfolios haben einige der Vorteile vieler ETFs: Sie sind kostengünstig und sehr transparent auch in Bezug auf die Regeln, die stabil bzw. robust sind. Ein echter Track Record ist für unsere Portfolios deshalb nicht so wichtig wie für „aktiv“ gemanagte diskretionäre bzw. intransparente Fonds<sup>100</sup>.

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

---

<sup>100</sup> Interessant ist Dahm/Sorhage 2015 zu den „Diseconomies“ of Life von Publikumsfonds



## 1.25. Über uns

Dieses Konzept wurde von Dirk Söhnholz entwickelt<sup>101</sup>. Er wird dabei vor allem in Bezug auf quantitative Analysen, die ETF-, Fonds- und Aktienselektion und die Gestaltung der Webpages von QAP Analytic Solutions GmbH unterstützt.

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

---

<sup>101</sup> Lebenslauf und Publikations- sowie Vortragsverzeichnis s. [www.prof-soehholz.com](http://www.prof-soehholz.com) und Porträt siehe Feingold (2013)

## Prof. Dr. Dirk Söhnholz



1963	Hannover
1983 - 1991	Betriebswirtschaftslehre in Bayreuth, Mannheim, NY
1991 - 1999	Boston Consulting Group, Gerresheimer, TelePassport
1999 - 2011	Gründer/Geschäftsführer diverser Feri GmbHs
2012 - 2015	Geschäftsführer Veritas Investment GmbH
ab 2012	Lehrbeauftragter (Asset Management) Uni Leipzig
ab 2014	Blogger <a href="http://www.prof-soehnholz.com">www.prof-soehnholz.com</a>
ab 2016	Gründer/Geschäftsf. Soehnholz ESG GmbH (Vollzeit)
ab 2020	DWPT-Partner (Teilzeit) + Soehnholz Asset Management GmbH



## Publikationen



- [Evidence-based Investment Analysis](#), e-Seminar (D/E), DVFA-Finanzakademie
- [Das Soehnholz ESG und SDG Buch](#)
- Weitere vgl. [www.prof-soehnholz.com](http://www.prof-soehnholz.com)



# Meine nachhaltigen Innovationen



## Vor Soehholz ESG GmbH:



## Soehholz ESG GmbH:



## 2. ETF-Portfolios: Asset Allokation und ETF-Selektion

### 2.1. Asset Allokation des Weltmarktportfolios (2016 – 2024) und des ESG ETF-Portfolios (ab 2016)

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<sup>102</sup>. Auf Basis der jeweils neuesten verfügbaren Studien<sup>103</sup> werden die Allokation der Portfolios angepasst. Dabei wird auch die Zeitverzögerung zwischen Datenerhebungsende und Veröffentlichung der Daten berücksichtigt. Dafür sind die unterjährigen Wertentwicklungen wichtig, aber auch angenommene Reallokationen besonders von

<sup>102</sup> Vgl. Anmerkungen zum Weltmarktportfolio weiter oben und aktueller Gadzinski/Schuller/Vacchino 2018 und 2021 sowie Doeswijk/Swinkels 2024

<sup>103</sup> Gadzinski/Schuller/Vacchino 2018 und 2021

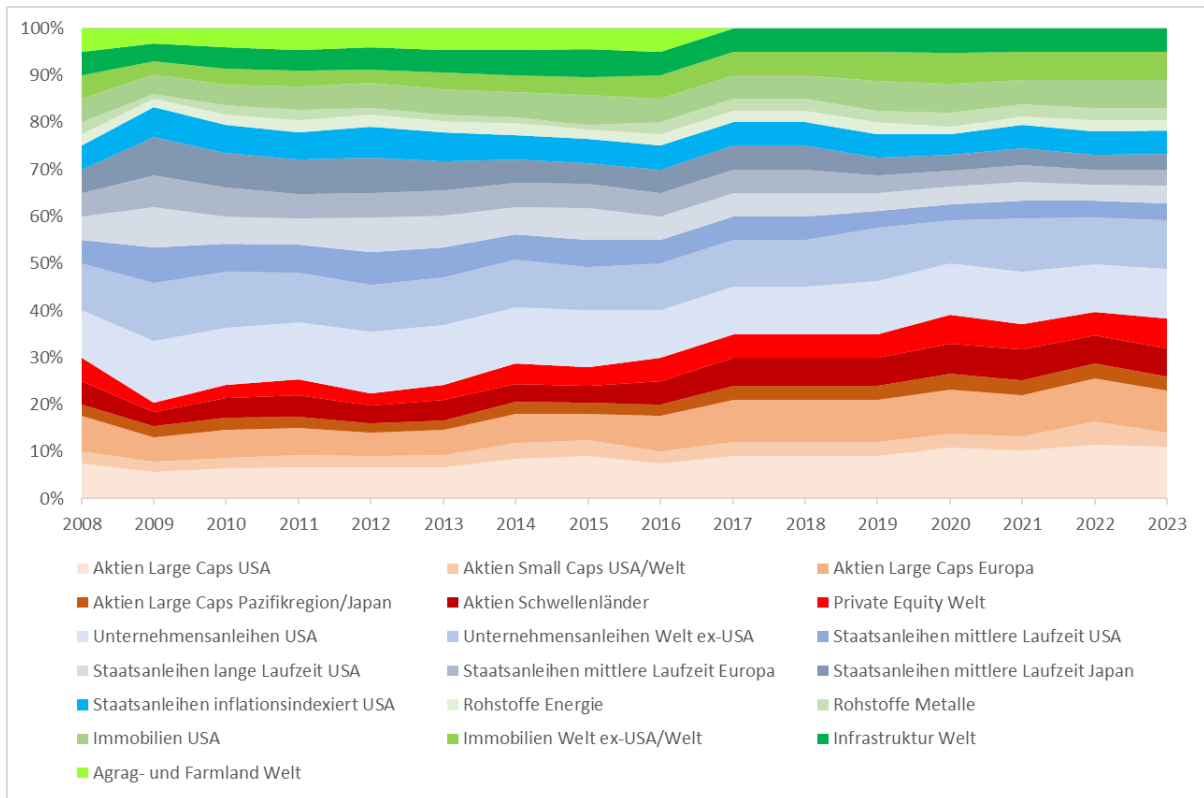
institutionellen Anlegern. So kann man davon ausgehen, dass Großanleger ihre Portfolios jährlich auf ihre relativ stabilen strategischen Allokationen zurück balancieren. Das ist besonders in Jahren mit stark unterschiedlichen Performancenentwicklungen von Anlageklassen relevant. Beispiele: Für 2020 haben wir die Allokationen von 2019 fortgeschrieben, für 2021 und 2022 aber Anpassungen unter Berücksichtigung vergangener Performanceentwicklungen durchgeführt.

Sofern keine aktuelleren relevanten Allokationsstudien veröffentlicht werden, werden künftig die Hälfte von performancebasierten Allokationsänderungen berücksichtigt. Die erste derartige Anpassung haben wir ab Ende Oktober 2020 und die zweite zu Anfang 2022 vorgenommen. So wurden in der Allokation für 2021 die hälftigen performanceabhängigen Veränderungen seit Ende der letzten Studienergebnisse 2016 berücksichtigt. Dieser Änderung liegt die Annahme zugrunde, dass ca. 50% aller Anlagevolumina zu Jahresende auf die strategische Allokation zu Jahresanfang reallokiert werden und die andere Hälfte nicht rebalanciert wird. Für 2022 wurde ebenso vorgegangen.

Die größte Einschränkung bei der Umsetzung des Weltmarktportfolios ist, dass illiquide Positionen aufgrund unserer Liquiditätsanforderungen nicht genutzt werden. Wir nutzen stattdessen ETFs, die Aktien aus den entsprechenden Anlagensegmenten enthalten. Insgesamt kommen wir so zu den in den folgenden Tabellen aufgeführten Allokationen<sup>104</sup>:

---

<sup>104</sup> Die Grafik zeigt für 2008 bis Ende 2015 unsere in 2017 hypothetisch zurückgerechneten Allokationsänderungen. Ab 2016 sind die Allokationen angegeben, die in den Portfolios angewendet wurden.



<b>Anlagesegmente und Zielallokationen für das Weltmarktportfolio</b>	<b>WMP 2016</b>	<b>WMP 2024</b>	<b>WMP 2025</b>
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%
<b>Gesamt</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

Die uns vorliegenden externen Schätzungen des Weltmarktportfolios sind ausschließlich in US-Dollar denominated. Das bedeutet, dass eine Verschiebung der gemessenen Allokationen zwischen den Anlageklassen durch eine Wechselkursbewegung der jeweiligen Währung gegenüber dem US-Dollar zustande kommen kann:<sup>105</sup> Allein von März 2014 bis Frühjahr 2015 hat sich der Anteil der US-Assets am Weltmarktportfolio nur auf Grund der Wechselkursbewegungen um fast 10 Prozentpunkte erhöht.

Ein Großteil der existierenden Studien zum Thema Währungsabsicherung kommt zu dem Schluss, dass eine Währungsabsicherung in einem langfristig orientierten diversifizierten Portfolio nicht zu empfehlen ist, da mit der Absicherung zum einen Kosten verbunden sind und zum anderen sich Währungsbewegungen über einen ausreichend langen Zeitraum oft ausgleichen.

## 2.2. Keine umfassende Indexselektion

---

<sup>105</sup> Insbesondere wenn angenommen wird, dass diese nochmals geographisch unterteilt sind.

Im Idealfall müsste der Assetklassen-Selektion eine Indexselektion folgen und erst in der dritten Stufe eine ETF- bzw. Fondsselektion. Wir verzichten auf die Stufe der Indexselektion, weil es mit über 3 Millionen zu viele potenzielle Indizes gibt<sup>106</sup> aber weniger als 2000 zum öffentlich Vertrieben in Deutschland zugelassenen ETFs. Das geeignete ETF-Universum ist im Verhältnis zum Index-Universum zu klein, um eine detaillierte separate Index-Selektion zu rechtfertigen.

Ausgangsbasis der Strategischen Asset Allokation (SAA) ist das Weltmarktportfolio. Das oben detaillierte Weltmarktportfolio setzt sich aus den Marktkapitalisierungen aller Anlageklassen zusammen. Dadurch sind keine Prognose über zukünftige Renditen, Risiken oder Korrelationen erforderlich und es werden keine Optimierungen zur Portfoliozusammenstellung unternommen<sup>107</sup>.

Das Weltmarktportfolio ist eine Allokation, die nach Marktkapitalisierung gewichtet ist. Zur Abbildung des Weltmarktportfolios werden deshalb möglichst ETFs genutzt, die ebenso nach Marktkapitalisierung gewichtet sind. Es werden zudem grundsätzlich die Vehikel bevorzugt, die die jeweilige Anlageklasse möglichst breit abbilden. Wenn die Nachhaltigkeitsmerkmale besser sind, können für nachhaltige Portfolios aber konzentriertere ETFs selektiert werden<sup>108</sup>.

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

---

<sup>106</sup> [Insights - Index Industry Association](#)

<sup>107</sup> Man kann von uns so genannte Pseudo-Optimierungen einfach selbst umsetzen. Dazu gibt es unter [www.portfoliovisualizer.com](http://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.

<sup>108</sup> Für verantwortungsvolle ETF Portfolios werden ETFs auf Basis besonders „strenger“ Indizes selektiert, also Indizes mit weniger Bestandteilen vorgezogen

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

### 2.3. ETF-Selektionsregeln und Änderungen für 2025

Im ersten Schritt wird eine Liste aller (nachhaltigen) ETFs erstellt, die UCITS sind, zum Vertrieb in Deutschland zugelassen und steuertransparent sind, sowie in EUR Xetra handelbar sind. Jedem Anlagesegment, das Bestandteil eines Portfolios werden kann<sup>109</sup>, werden ETFs zugeordnet. Die Zuordnung richtet sich nach den Indizes, die die ETFs nachbilden. Die Zuordnung unterscheidet 2 Gruppen von ETFs: Diversifizierte ESG ETF-Portfolios und fokussierte SDG ETF-Portfolios:

Allen Ziel-Anlagesegmenten der ETF-Portfolios werden jeweils alle Indizes zugeordnet, die man zum jeweiligen Anlagesegment zählen kann, unabhängig von der Gewichtungsmethodik, Faktorabhängigkeiten oder ähnlichen Merkmalen. Währungsgesicherte und synthetische ETFs werden allerdings nicht berücksichtigt<sup>110</sup>.

Für ESG ETF-Portfolios:

- 1) Aus dieser Liste werden alle Indizes eliminiert, deren Best-in-Universe E-, S-, oder G-Score des primären Scoringanbieters kleiner als 50 ist<sup>111</sup>.
- 2) Die verbleibenden Indizes werden in eine Rangfolge gebracht. Für ESG ETF-Portfolios steht der Index mit dem höchsten ESG-Score oben.
- 3) Sollte mehrere Indizes gleiche Mittelwert-Scores haben, wird als zweites Kriterium der höchste Minimum-Wert der einzelnen E-, S- und G-Scores angewendet.
- 4) Gibt es mehrere ETFs, die den selektierten Index zur Grundlage haben, wird der ETF mit der niedrigsten Kostenquote (TER) ausgewählt.
- 5) Findet sich kein Index/ETF bei einem Anlagesegment, wird geprüft, ob dieses mit einem anderen Segment zusammengelegt werden kann<sup>112</sup>. Entfällt ein Anlagesegment, weil es keinen Index/ETF gibt, der alle Kriterien erfüllt<sup>113</sup> und kann es mit keinem Anlagesegment

---

<sup>109</sup> Für diversifizierte ETF-Portfolios werden Anlagesegmente des Weltmarktportfolios, die mindestens 5% Allokation erreichen, berücksichtigt. Rohstoffe werden nicht berücksichtigt. Für SDG ETFs erfolgt die Zuordnung anhand von verfügbaren unterschiedlichen Themen/Marktsegmenten „Bottom-Up“.

<sup>110</sup> Die ESG-Beurteilungen von synthetischen ETFs können sich auf die Sicherheitsportfolios statt die zu Grunde liegenden Indizes beziehen zu zu Währungssicherung siehe Hinweise weiter oben

<sup>111</sup> Ausnahme 45 statt 50 für ETF für Anleihen Multilateraler Entwicklungsbanken, weil die Staatsanleihe-Quote sonst unbesetzt bleiben würde

<sup>112</sup> Z.B. Immobilien Europa und Immobilien USA werden zu Immobilien Welt.

<sup>113</sup> Ausnahme sind nur Indizes/ETFs für Anleihen multilateraler Entwicklungsbanken, weil es für diese keine Indizes mit entsprechenden BiU Mindestwerten gibt.

zusammengelegt werden, wird die Allokation pro Rata auf die anderen Anlagesegmente aufgeteilt.

Für SDG ETF-Portfolios, deren Allokationen sich nicht aus der Weltmarktkapitalisierung ableiten lässt, sondern die gleichgewichtet werden, erfolgt die Selektion Bottom-Up.

- 1) Es werden nur Indizes berücksichtigt, die möglichst vereinbar mit den Nachhaltigen Entwicklungszielen der Vereinten Nationen (UN SDG) erscheinen. Für diese Indizes sollen mindestens 50% „SDG Revenue Alignment“ erreicht werden.
- 2) Zusätzlich muss der aggregierte ESG-Score mindestens 40 sein.
- 3) Für alle so selektierten SDG-ETFs wird nach Überschneidungen bei den Top 10 Positionen gesucht. Werden mehr als zwei Überschneidungen zwischen 2 ETFs festgestellt, wird nach ETFs der gleichen Anlagesegmente gesucht, die weniger als zwei Überschneidungen aufweisen. Findet sich mehr als ein solcher ETF, wird der ETF mit den höheren SDG Revenues selektiert. Findet sich kein ETF mit weniger als zwei Überschneidungen, wird der ETF mit den höheren SDG-Revenues selektiert und das andere Anlagesegment entfällt.

### **ETF-Selektionsänderungen der letzten Jahre**

Für die ETF-Selektion für 2022 haben erstmals das Nachhaltigkeitsfondsscoring von Clarity.ai genutzt. Der Hauptvorteil ist, dass wir damit auch für ETFs grundsätzlich einzeltitelbasierte separate Umwelt-, Sozial- und Governancescores 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 Best-in-Class Scores nutzen konnten und nicht den von uns vorgezogenen Best-in-Universe Absatz<sup>114</sup>. Für 2023 stehen Best-In-Universe Scores zur Verfügung und ab 2024 SDG-Umsätze.

Die folgende Grafik zeigt, dass bei denselben ESG-Daten bei aggregierten Best-in-Universe Scores und auch aggregierten Best-in-Class ESG-Scores alle „Glorreichen 7“ in ein Portfolio aufgenommen werden können. Bei separierten Best-in-Class Score-Anforderungen wären nur noch 3 Unternehmen vertreten und bei separierten Best-in-Universe Scores – wie wir sie nutzen – keines mehr.

---

<sup>114</sup> Beim Best-in-Class Ansatz werden Unternehmen innerhalb von Klassen geratet, wie traditioneller Energie. Beim Best-in-Universeansatz werden alle Unternehmen klassenübergreifend miteinander verglichen

## ESG-Trennung und Best-in-Universe-Ansatz

Unternehmen	ESG (BiC+BiU)	E/S/G (BiC)	E/S/G (BiU)	SDG-Umsatz (% netto)
Alphabet	+	S	S	0
Amazon	+	S	S	0
Apple	+	+	S	4
Meta	+	S	S	0
Microsoft	+	+	S	2
NVIDIA	+	+	E	0
Tesla	+	S	S	89

Basis: Daten von Clarity.ai vom November 2023 (ESG) bzw. August 2024 (SDG), siehe [Glorreiche 7: Sind sie unsozial? - Responsible Investment Research Blog \(prof-soehnholz.com\)](#)

Seit Ende 2024 beurteilen wir zudem die Emittenten von ETFs. So sind nur noch ETF-Anbieter zulässig, die in der Studie Voting-Matters von Shareholders for Change mit mindestens 50 von 100 abschneiden. Dabei wird vor allem das Voting und Investor Engagement beurteilt. Weil diese Studie aber nicht alle Anbieter abdeckt, sind auch Anbieter zulässig, für die in der Studie nicht vertreten sind.

Ein Nachteil unseres ESG-Scoring-basierten Ansatzes ist, dass wir aktivitätsbasierte Ausschlüsse nicht mit vertretbarem Aufwand für die ETF-Selektion berücksichtigen können.

Ab 2025 spielen regulatorische Kategorien wie nach Offenlegungsverordnung Artikel 9 keine Rolle mehr. Dafür wurden die SDG-Umsätze bei SDG ETFs von 50 auf 40% erhöht. Um weiterhin genügend ETF-Segmente im Portfolio zu haben, wurde dafür die ESG-Score Mindestanforderungen von 50 auf 40 gesenkt.

## ETF-Selektionsregeln 2025

Alle ETFs:

- UCITs
- Zum öffentlichen Vertrieb in Deutschland zugelassen
- Xetra-Handelsoption
- Physische Replikation
- In EUR handelbar
- Nicht währungsgesichert
- Thesaurierungs-Präferenz
- **Mindestallokation 7,5%**
- **E-/S-/G-Score (Best-in-Universe) > 50**
- **Share Action Voting Matters Score > 50**

SDG-ETFs:

- **SDG Netto-Umsatz (aktivitätsbasiert) > 50%**
- Regionale Diversifikationspräferenz
- **Toleranz für E-/S-/G-Score ab 40**
- Max. 2 Top 10 Überschneidungen

Ausnahmen für MNDB-ETFs und SRI-Regeln für Low-Risk Portfolios

### 2.4. Anmerkungen zu Rückrechnungen

Alle Portfolios der Soehnholz ESG GmbH sind systematisch-prognosefreie Strategien. Optimierungen der Asset Allokation und der Portfolios insgesamt wurden nicht vorgenommen. Es bedurfte deshalb keiner Backtests oder gar (Pseudo-)Optimierungen, um die Portfolios zu erstellen.

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

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

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

Grundsätzlich sollen die Rückrechnungen und die daraus resultierenden Kennzahlen für einen möglichst langen Zeitraum erfolgen. Dem entgegen steht die Verfügbarkeit von Daten. Für die Rückrechnungen sollten die Zeitreihen der Instrumente genutzt werden, die auch in den Portfolios als Live-Positionen enthalten sind. Dabei handelt es bei den aktuellen Portfolios ausschließlich um europäische ETFs (UCITS). Einige der genutzten ETFs waren im Jahr 2008 noch nicht aufgelegt. Diese werden in der Rückrechnung durch andere ETFs auf denselben Index oder auf einen ähnlichen Index ersetzt. Sofern solche Ersatz-ETFs nicht verfügbar waren, wurde auf andere sogenannte Proxy-Zeitreihen zurückgegriffen, die die entsprechenden Allokationen annäherungsweise repräsentieren<sup>115</sup>.

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

Zum Vergleich werden ein Weltaktien-ETF sowie bis November 2020<sup>116</sup> auch ein Portfolio aus einem Anleihen- und einem Aktien-ETF dargestellt. Wenn das jeweilige Portfolio keine Anleihen-Allokation erhält oder diese dem Verhältnis 60% Aktien und 40% Anleihen entspricht, wird auch das Vergleichsportfolio in dem Verhältnis dargestellt. Zur Vereinfachung wird der Anleihen-Anteil für den Vergleich nur durch europäische Anleihen abgebildet.

## 2.5. Exkurs: Risikomanagement

Zu diesem Abschnitt gibt es einige Vorbemerkungen im Kapitel mit dem Titel „Individuelle Anpassungsmöglichkeiten für Anleger-Portfolios“ weiter oben.

### 2.5.1. Anlegerspezifisches Risikomanagement

Die Weltmarktportfolios sind stark diversifiziert, um unterschiedlichste Renditequellen zu erschließen. Wir halten Diversifikation auch für einen der wichtigsten und effizientesten Ansätze der

---

<sup>115</sup> Dafür wurden die den ETFs zugrunde liegenden indizes genutzt

<sup>116</sup> Eingestellt, weil Anleihen lange Jahre kaum positive Rendite erwarten ließen und eine 50/50 Aktien/Anleihenallokationsrendite durch eine hälftige Aktienrendite (50% unverzinslicher Cash wird als andere Hälfte angenommen) als Benchmark ersetzt werden kann, für die keine zusätzliche Zeitreihe zu den Aktienrenditen erforderlich ist

Risikoreduktion. Die Weltmarktportfolios sind sowohl regional und nach Anlagesegmenten, vor allem durch meist hohe Anteile an „alternativen Aktien“, besonders stark diversifiziert. Zur weiteren individuellen Risikobegrenzung wird Anlegern eine Kombination der Portfolios mit „Cash“ empfohlen. Selbst eine starke Diversifikation und Cash-Beimischungen schützt jedoch nicht vor teilweise hohen zwischenzeitlichen Verlusten.

Wir haben ein einfaches Tool für Privatanleger entwickelt, um realistische Erwartungen zu ermöglichen. Mit diesem Tool kann man mit +/- den Anlagehorizont ändern und mit < die Kennzahl (Varianten: Durchschnittliche, Median-, Minimum-, Maximum-, jährliche Rendite, durchschnittliche und maximale Verluste). Mit dem Tool kann man feststellen, wie hohe Jahresverluste bzw. Jahresrenditen unterschiedliche Anlagevarianten seit 2007 erreicht hätten.

Beispiel: Ein Anlagehorizont von 6 Jahren ergibt für die Anlageperiode 2007 bis 2012 eine kumulierte Rendite von 0,9% für Aktien (Weltaktien-ETF) und 0,4% für 50% Aktien plus 50% "Cash". Aktien weisen im Jahr 2008 einen Verlust von 38,1% auf und Aktien/Cash 19,1% Verlust. Erst ab einem Anlagehorizont von 6 Jahren weist keine der analysierten 6-Jahres-Perioden einen kumulierten Verlust aus. Allerdings gab es z.B. bei Aktien/Cash in der Periode von 2007 bis 2012 zwischenzeitlich einen maximalen Verlust von 29,1%.

Bei einer Aktienanlage von Anfang 2008 bis Ende 2023 ergibt sich eine durchschnittliche Rendite von 9,2% p.a. für Aktien und 5,2% p.a. für Aktien plus Cash (50/50).

## Weltaktien

Kalender- Jahr	Rendite	Zeitraum	Kumulierte Rendite
	Kalenderjahr	1 Jahr	
2008	-38,1%	2008 - 2008	-38,1%
2009	29,4%	2009 - 2009	29,4%
2010	20,6%	2010 - 2010	20,6%
2011	-6,2%	2011 - 2011	-6,2%
2012	15,3%	2012 - 2012	15,3%
2013	17,4%	2013 - 2013	17,4%
2014	18,5%	2014 - 2014	18,5%
2015	8,5%	2015 - 2015	8,5%
2016	10,8%	2016 - 2016	10,8%
2017	8,8%	2017 - 2017	8,8%
2018	-6%	2018 - 2018	-6%
2019	30%	2019 - 2019	30%
2020	5,4%	2020 - 2020	5,4%
2021	28,6%	2021 - 2021	28,6%
2022	-14,4%	2022 - 2022	-14,4%
2023	18,4%	2023 - 2023	18,4%
		<b>Durchschnitt</b>	<b>9,2%</b>

## 50% Weltaktien / 50% Cash

Kalender- Jahr	Rendite	Zeitraum	Kumulierte Rendite
	Kalenderjahr	1 Jahr	
2008	-19,1%	2008 - 2008	-19,1%
2009	11,2%	2009 - 2009	11,2%
2010	9,2%	2010 - 2010	9,2%
2011	-3%	2011 - 2011	-3%
2012	7,3%	2012 - 2012	7,3%
2013	8,9%	2013 - 2013	8,9%
2014	10,2%	2014 - 2014	10,2%
2015	5,1%	2015 - 2015	5,1%
2016	6,6%	2016 - 2016	6,6%
2017	5,6%	2017 - 2017	5,6%
2018	-3,9%	2018 - 2018	-3,9%
2019	19,2%	2019 - 2019	19,2%
2020	3,8%	2020 - 2020	3,8%
2021	20,3%	2021 - 2021	20,3%
2022	-11%	2022 - 2022	-11%
2023	13,4%	2023 - 2023	13,4%
	<b>Durchschnitt</b>		<b>5,2%</b>

Die Risikoberechnung aus der folgenden Grafik bezieht sich auf die 3-Jahres Volatilität (bei neuen Portfolios inkl. Rückrechnung). Diese Risikoklasse ist vergleichbar mit Risikoklassen von Fonds, die nach dem Key Investor Information Document KID bzw. KIID-Klasse oder SRRI (Synthetic Risk and Reward Indicator) genannt werden. 0%, 25%, 50% und 75% Cash stehen für die Kombinationen des jeweiligen Portfolios mit dem entsprechenden Anteil von risikolosem Tagesgeld. Für Portfolios, die nicht mindestens eine dreijährige Datenverfügbarkeit haben, wurden keine Kennzahlen errechnet und stattdessen 7, 6, 6 und 4 (Global Equities ESG SDG Social) bzw. 4, 4, 3, 3, ESG ETF-Portfolio Bonds und für die vier Cash-Kombinationen geschätzt.

	0% Cash	25% Cash	50% Cash	75% Cash
Global Equities ESG SDG	5	5	4	3
Global Equities ESG SDG Social	7*	7*	6*	6*
Global Equities ESG SDG Trend	4	4	4	4
ESG ETF-Portfolio	4	4	4	3
ESG ETF-Portfolio ex Bonds	5	5	4	3
ESG ETF-Portfolio Bonds (EUR)	3	3	2	2
ESG ETF-Portfolio Bonds	4*	4*	3*	3*
SDG ETF-Portfolio	6	5	4	3
SDG ETF-Portfolio Trend	5	4	4	3
Weltmarkt ETF-Portfolio Basis	4	4	4	3

Anleger sollten dabei beachten, dass das Risiko vom Anlagehorizont abhängt. So können auch Anleihen erhebliche Wertverluste erleiden und das manchmal gleichzeitig wie Aktien. Auch 50/50 Kombinationen von Aktien und risikolosen Cash können in schlechten Aktienmarktphasen erhebliche Schwankungen aufweisen und damit hohe Risikoklassen bedeuten.

Wenn Anleger nur sehr geringe Schwankungen bzw. Verlustrisiken akzeptieren wollen, können sie oft nur langfristig und/oder sehr geringe Vermögensanteile in riskante Anlagen bzw. Anlagen mit realem Renditepotenzial (nach Inflation) investieren.

Verlustrisiken von diversifizierten Portfolios werden oft überschätzt. Das liegt auch daran, dass viele Anleger im Jahr 2008 erfahren mussten, dass fast alle Anlagen außer Staatsanleihen gleichzeitig stark an Wert verloren haben. Wir gehen davon aus, dass Anleger (im Gegensatz zu kurzfristig orientierten „Tradern“) einen mehrjährigen Investmenthorizont haben. Diversifikation ist deshalb weiterhin sinnvoll. Einen guten Überblick über unterschiedliche Portfolios und deren meist relativ geringe Zahl von Verlustjahren (dargestellt in der Abhängigkeit unterschiedlicher Einstiegsjahre) findet man auf [www.portfoliocharts.com](http://www.portfoliocharts.com)

Erläuterung zur folgenden Grafik: Bei Anlagehorizonten von ein bis sechs Jahren können sowohl reine Aktienanlagen aber auch 50/50 Mischungen von Aktien/Cash Schwankungen der Risikoklasse 7 aufweisen. Wenn man Portfolios mit geringeren Schwankungen haben möchte, sollte die Cash-Quote entsprechend höher ausfallen.

Beispiel: Eine 7jährige Anlageperiode von Aktien kann eine schwankungsabhängige Risikoklasse von 7 von 7 ergeben während 50/50 Aktien-Cash maximal 6 von 7 erreicht. Das heißt: Selbst bei einer Beimischung von 50% "Cash" und einem relativ langen Anlagehorizont von 7 Jahren kann es in kritischen Marktphasen zu relativ hohen **zwischenzeitlichen** Verlusten und Schwankungen kommen. Anders formuliert bedeutet die oben gezeigte Darstellung aber auch: Anleger mit einem Anlagehorizont von 7 Jahren und mehr können zwischenzeitliche Schwankungen normalerweise tolerieren, weil kumulierte Verluste selten sind.

Anleger, die sich mit dem verlustabhängigen Risikoprofil von Aktien für eine 7-jährige Anlageperiode wohl fühlen, können unseres Erachtens grundsätzlich in Anlagefonds mit der schwankungsabhängigen Risikoklasse von 7 anlegen, sofern sie einen mindestens 7jährigen Anlagehorizont haben.

**Da wir keine persönlichen Informationen abfragen, können und wollen wir keine Angaben darüber machen, ob einzelne Anlagen für Anleger/-innen geeignet sind. Daher handelt es sich nicht um Anlageberatung im regulatorischen Sinn. Wir empfehlen die Nutzung dafür professioneller (Honorar-)Berater bzw. Vermögensverwalter.**

#### 4) Risiko-Wahl

In dieser Tabelle zeigen wir die Überleitung unserer verlustbezogenen auf schwankungsbezogene Risikokategorien. Letztere werden für Investmentfonds genutzt und daher auch für unsere Portfolios verwendet.

Anlagehorizont	schwankungsabhängige Risikoklassen	
	Aktien	Aktien/Cash
1	7	7
2	7	7
3	7	7
4	7	7
5	7	7
6	7	7
7	7	7
8	7	7
9	7	6
10	7	6

## 2.5.2. Konzept eines portfoliobezogenen Risikomanagements

Funktionierende Risikosteuerungssignale können helfen, Portfolios risikoärmer zu machen. So kann der individuelle fixe Cash-Anteil zugunsten der (Rendite-)Portfolios flexibilisiert und typischerweise reduziert werden. Wir haben zunächst unsere Anforderungen an solche Risikosignale bzw. Risikomanagementmodelle dokumentiert. Unsere Hauptanforderungen sind Robustheit und günstige Umsetzungskosten, also vor allem möglichst geringe Handelsaktivitäten, und auf einen Derivate-Einsatz soll möglichst verzichtet werden.<sup>117</sup> Durch technologische und wettbewerbliche Änderungen sind Umsetzungskosten in den letzten Jahren allerdings erheblich gesunken, so dass diese heute keine so große Rolle mehr spielen.

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

Portfoliomanager nutzen oft Risikomodelle, die stark annahme-, prognose- und/oder modellabhängig sind. Viele der verwendeten Modelle erscheinen uns als wenig robust. Im Einklang mit unserer Anlagephilosophie haben wir nur Signale/Modelle getestet, die möglichst einfach, komplett regelbasiert und prognosefrei sind. Außerdem haben wir uns auf den Test weniger Modelle/Signale beschränkt und diese vor den Tests dokumentiert, um nicht den Versuchungen

---

<sup>117</sup> Viele Anleger und auch Berater haben keine Erfahrungen mit Derivaten bzw. sind diesen gegenüber skeptisch eingestellt. Ein Test, ob Portfoliorisiken mit Derivaten einfach abgesichert werden können, wäre z.B. der Einsatz von Aktienmarktfutures bei Verkaufssignalen für die aggregierten Portfoliozeitreihen. Eine solche Methode könnte die Handelskosten, die bei Verkauf und anschließendem Kauf aller ETFs eines Portfolios anfallen, erheblich reduzieren. Allerdings würde auch ein Mismatch- bzw. Basisrisiko in Kauf genommen werden, da der „Hedge“ bzw. das „Risiko-Overlay“ alles andere als „perfekt“ wäre. Da die Signalmethoden und die entsprechenden Zeitreihen online zur Verfügung gestellt sind, können diese Tests von Anleger bzw. Beratern selbst durchgeführt werden. Weiterführend siehe z.B. Söhnholz/Rieken/Kaiser (2010): „Asset-Allocation, Risiko-Overlay und Managerselktion“ oder Söhnholz (2012): „Renditeorientierte Diversifikation 2.0 und Risiko-Overlays: Prognosefreie systematische Umsetzung“.

von „Data Mining“ zu unterliegen. Denn wenn man sehr viele Modelle testet, dann findet man sicher eines, welches in der Vergangenheit gut funktioniert hätte.

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

Wir erwarten, dass Reduktionen von Portfoliorisiken grundsätzlich und vor allem über längere Perioden, mit Reduktionen von Renditen gegenüber „Buy and Hold“<sup>118</sup> Portfolios einhergehen. Renditenachteile von risikogesteuerten versus „Buy and Hold“-Portfolios treten typischerweise in Markterholungsphasen oder in Marktphasen auf, die eine Vielzahl an sogenannten Fehlsignalen im Risikomodell liefern. Portfolios, die nur relativ wenige bzw. selten Handelssignale nutzen, können außerdem normalerweise nicht schnell auf Marktveränderungen reagieren. Sogenannte „Flash-Crashes“, also sehr schnelle und heftige Verlustphasen, können mit den hier aufgezeigten Methoden deshalb nicht vermieden werden. Anders als bei einseitig risikoreduzierend ausgelegten Stop-Loss Signalen, werden Anleger bei Trendfolgesystemen aber auch nicht dauerhaft „ausgebremst“, denn es werden auch Wiederanlagesignale geliefert und so kann man auch von Markterholungen profitieren.

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

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

---

<sup>118</sup> Portfolios, in denen nach dem initialen Wertpapierkauf keine Käufe bzw. Verkäufe mehr vorgenommen werden

### 2.5.3. Optionale bzw. genutzte Risikomodelle: 200-Tagelinie und 40-Tagelinie

Die 200-Tagelinie (die wir bis November 2020 für einige Portfolios genutzt haben) und die 40-Tagelinie (ab November 2020 bis Ende 2024) werden relativ oft für die Risikosteuerung von Aktienportfolios genutzt. Sie dienen vor allem zur Bestimmung von Marktphasen. Liegt ein Kurs oberhalb seines X-Tage-Durchschnitts, wird das als positiv gewertet, während ein Niveau unterhalb als negativ gewertet wird. Es handelt sich dabei „nur“ um die Annahme der Fortsetzung einer vergangenen Entwicklung und nicht um verlässliche (Richtungs-)Prognosen. Solche Ansätze haben sich über viele Jahrzehnte hinweg grundsätzlich bewährt. Allerdings sind auch lange Phasen von „Underperformance“ aufgetreten.

Erklärungen für den Erfolg trendfolgender Ansätze sind vor allem verhaltenswissenschaftlicher Art und stellen Herdenverhalten und Gier heraus. Allerdings gibt es keine überzeugenden Erklärungen, warum gerade 40 oder 200 Tage am besten sind und nicht mehr oder weniger<sup>119</sup>.

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

Wir haben 2015 nur die 200-Tagelinie getestet, weil 2015 Umsetzungskosten noch relativ hoch waren. Ende 2020 haben wir ohne weitere Tests auf eine 40-Tagelinie umgestellt, weil die Märkte unserer Ansicht nach schnelllebiger geworden sind und Umsetzungskosten für Signale in den Vorjahren stark gesunken sind.

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

---

<sup>119</sup> Lempérière et al. nutzen monatliche Daten, dabei entspricht die 10 Monatsperiode der 200 Tagelinie, und finden für andere als die 10 Monatsperiode vergleichbare Ergebnisse

Die Ergebnisse werden nach ETF-Kosten ausgewiesen. Zusätzlich werden bei den risikogesteuerten Portfolios pauschal 2% Gebühren pro Jahr für Handelskosten abgezogen<sup>120</sup>. Die Performance der nicht-risikogesteuerten Vergleichsportfolios berücksichtigt dagegen nur die ETF-Kosten plus Kosten von 1,19% p.a., d.h. es werden keine Handelskosten abgezogen, da für diese Portfolios nur sehr geringe Umschichtungen erwartet werden.

Es gibt gute Gründe dafür, für bestimmte Anlagesegmente keine Risikosignale zu nutzen. So braucht man keine Risikosteuerung für Segmente, die sehr risikoarm sind. Man sollte auch keine Risikosignale für Segmente nutzen, die sich nur selten stark verändern. Insbesondere für risikoarme Anleihen, die nur bei – in der Vergangenheit sehr seltenen – allgemeinen Marktzinsveränderungen ihre Trends ändern, macht die Nutzung von Risikosignalen also wenig Sinn<sup>121</sup>.

## 2.6. ESG ETF-Portfolio (Start 15.2.2016)

Ziel des ESG<sup>122</sup> ETF-Portfolios ist die Umsetzung einer globalen Asset Allokation, die am Weltmarktportfolio ausgerichtet ist und ausschließlich ETFs einsetzt, die Indizes mit besonders hoher Nachhaltigkeit nutzen.<sup>123</sup>

Zum Startzeitpunkt des Portfolios in 2015 gab es nur nachhaltige ETFs für Aktien und Unternehmensanleihen und keine nachhaltigen ETFs für Staatsanleihen, Immobilien, Infrastruktur, Agrar-/Farmland, Private Equity oder Rohstoffe. Das hat sich im Lauf der Jahre geändert. Seit einiger Zeit werden z.B. auch nachhaltige Staatsanleihe-ETFs angeboten. Da Staaten aber viele Aktivitäten finanzieren, die auf Ausschlusslisten nachhaltiger Anleger stehen, bzw. durch Abgaben oder Steuern von diesen profitieren, wurde entschieden, grundsätzlich keine Staatsanleihen für unsere nachhaltige Standardportfolios zuzulassen. Ab 2019 wurden dafür ETFs auf Indizes für Anleihen von Multinationalen Entwicklungsbanken ausgewählt. Diese verfügen meist über sehr gute Kreditratings und sind nicht von einzelnen Staaten abhängig. Ab 2020 gab es zudem einen „nachhaltigen“ ETF auf europäische Immobilienaktien, der für die Portfolios akzeptiert wurde, obwohl er keinen formalen ESG-Anforderungen genügt. Ab Ende 2020 konnte auch das

---

<sup>120</sup> 2% sind eine „Pauschale“. Die individuellen Handelskosten hängen unter anderem von der Anlagesumme, der Häufigkeit von Umschichtungen (die sich bei den einzelnen Arten von Risikomodellen t.w. erheblich unterscheiden, wie die unten aufgeführten Analysen zeigen), der Depotverbindung, der Wahl von Handelsplätzen bzw. –Partnern, dem Timing etc. ab.

<sup>121</sup> Wie bei allen Portfolios mit stabilen Anleiheanteilen gilt aber auch hier, dass Zinssteigerungen zu Verlusten u.a. in der Anleihequote führen können, die höher sein können als die Renditen der entsprechenden Anleihen.

<sup>122</sup> 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

<sup>123</sup> Für die Beurteilung, was streng nachhaltig ist siehe Kriterien weiter unten.

Infrastruktursegment mit einem ESG-ETF besetzt werden und ab 2022 das Small Cap/Private Equity Segment. Ab 2024 entfallen einige dieser Segmente wieder aufgrund der neuen Mindestallokationsanforderung von 7,5%.

Die Aufteilung nach Industrie- und Schwellenländern bzw. Regionen erfolgt auf Basis relevanter Studien und Standardindizes.<sup>124</sup>

Die Regeln für die Nachhaltigkeitsanforderungen an ETFs wurden im Laufe der Jahre strenger gefasst, weil immer mehr nachhaltige ETFs verfügbar waren. Pro Zielmarktsegment (z.B. europäische Aktien oder Infrastrukturaktien) wird ab Anfang 2022 erstmals das Nachhaltigkeitsfondsscoring von Clarity.ai genutzt (ab 2023 auch als Best-in-Universe (BiU) Ansatz). Ab 2023 sind grundsätzlich nur ETFs zulässig, bei denen die E, S und G BiU-Scores zum Selektionszeitpunkt bei mindestens 50 liegt. Es wird der ETF mit dem höchsten ESG Durchschnittsscoring selektiert, der zudem weitere Kriterien erfüllt, die je nach Portfolio<sup>125</sup> unterschiedlich sein können. Sofern mehrere ETFs alle hier aufgeführten Kriterien in gleichem Maße erfüllen, wird der ETF mit der niedrigsten Total Expense Ratio (TER) selektiert (Details siehe oben).

Berater und Anleger sollten sich die einzelnen Positionen solcher „verantwortungsvoller“ ETFs bzw. der diesen zugrunde liegenden Indizes ansehen, um einen Eindruck davon zu bekommen, wie streng solche Portfolios sind.

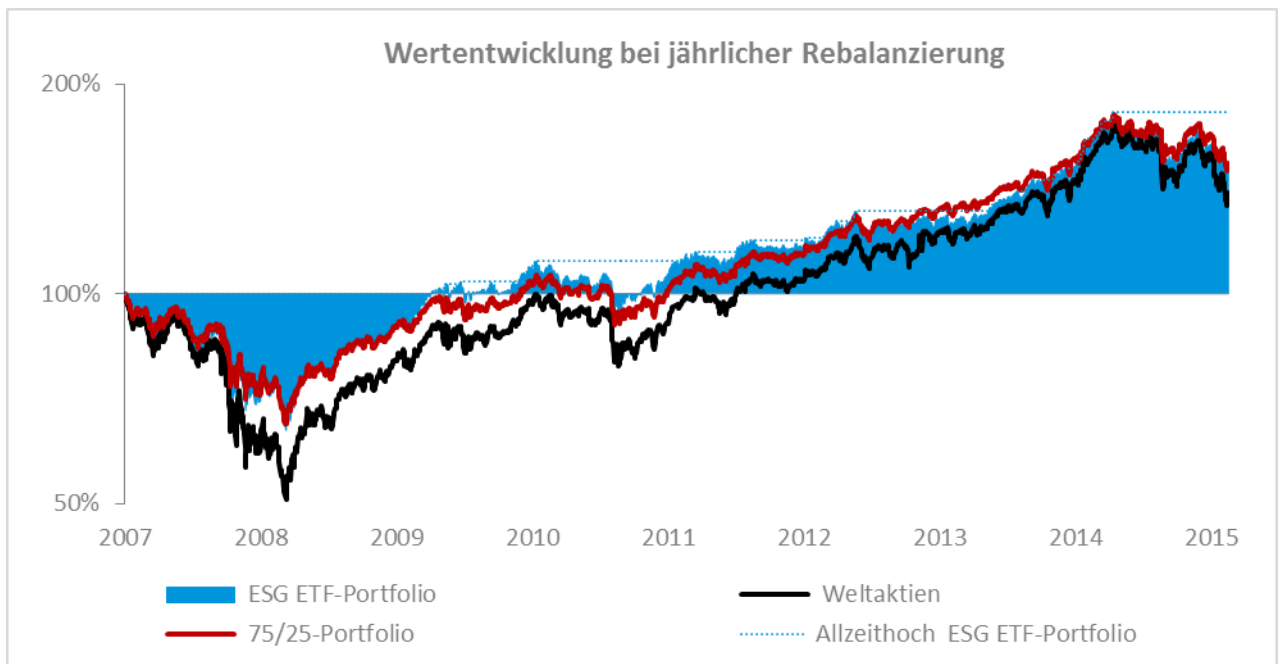
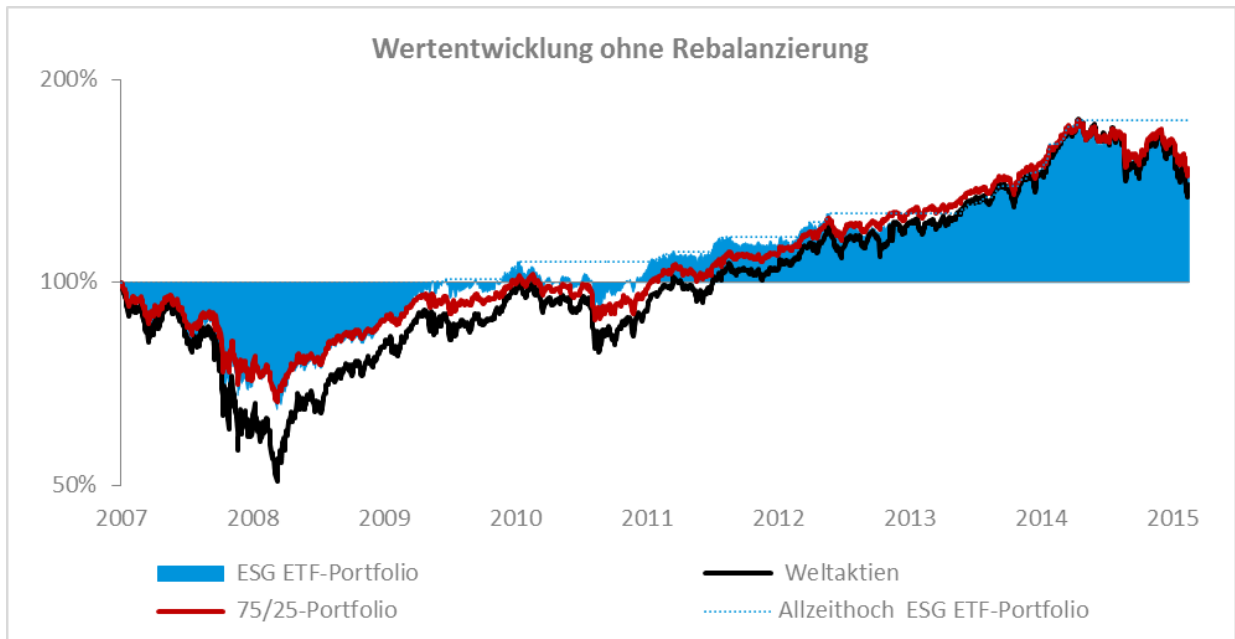
Im folgenden Abschnitt zeigen wir einige Rückrechnungen. Hinweis: Wir stellen die Performances unserer Modellportfolios bis November 2024 und auch unsere Rückrechnungen online zur Verfügung (siehe „Historische Zeitreihen der Portfolios“ unter „Rückrechnungen“). Seit November 2024 werden Performances aber nur noch kundenindividuell zur bereitgestellt.

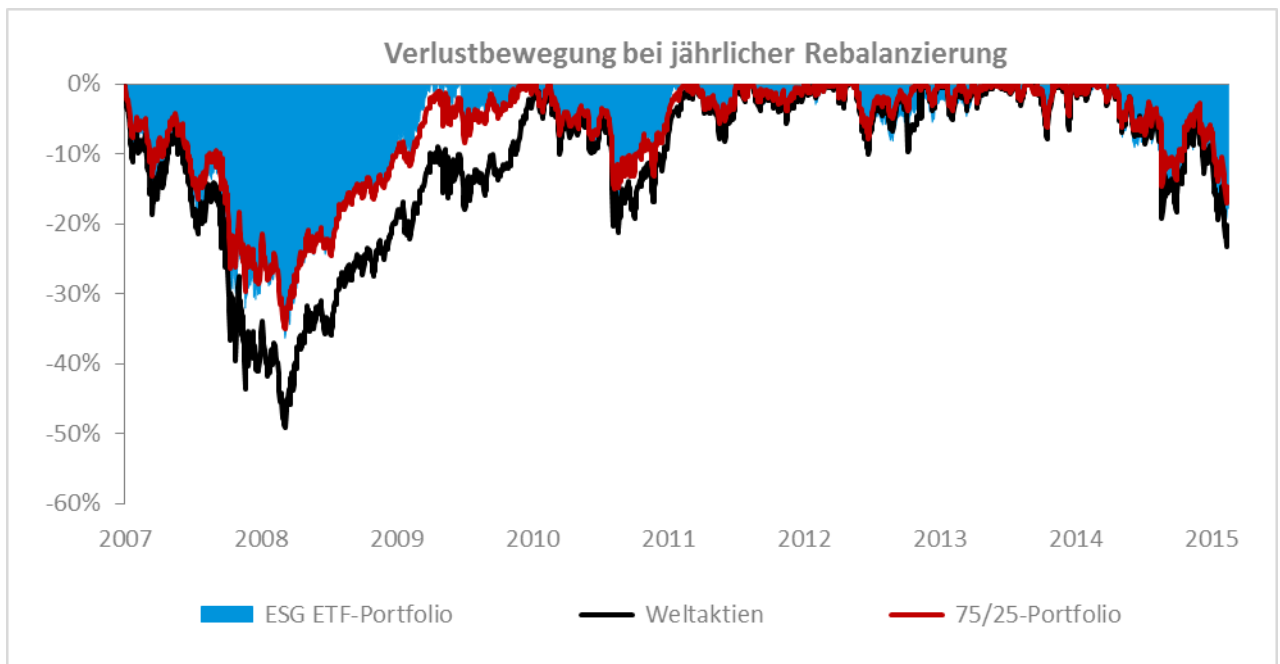
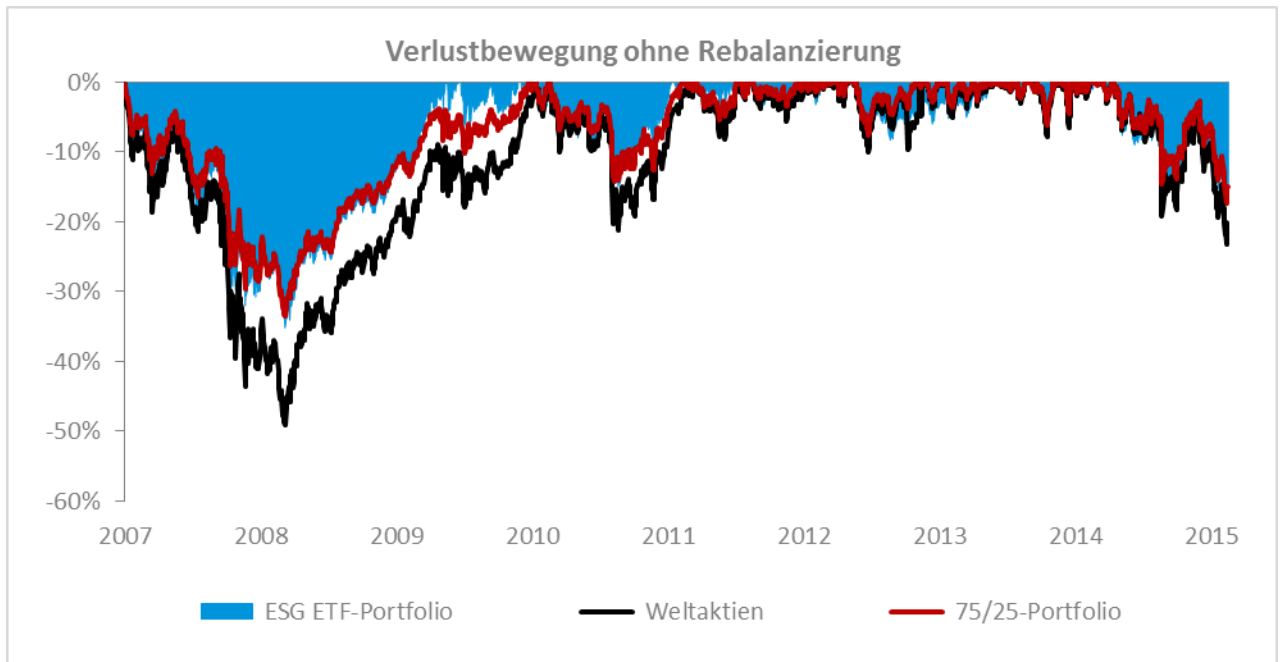
Echter Track Record ist für unsere Portfolios nicht so wichtig wie für aktiv gemanagte Fonds, weil unsere Portfolios regelbasiert sind und damit – bei derselben Datenbasis - verlässliche Rückrechnungen erstellt werden können.

---

<sup>124</sup> Aufteilung in Anlehnung an Credit Suisse Research Institute 2014, S. 30; Vacchino/Schuller 2015, S. 4 ff.; Faber 2015, Seite 61ff; Doeswijk et. al. 2014; IOSCO 2014, S. 17; Der Mittelwert aus den Anteilen der ersten drei Autoren beträgt ca. 50% und die Messung durch IOSCO ergibt 42%; wir gehen deshalb anfänglich von 45% für die Allokation in Anleihen insgesamt aus.

<sup>125</sup> Unterschiede ergeben sich in der Regel durch kundenspezifische Anforderungen





	Ohne Rebalanzierung			Jährliche Rebalanzierung		
	Weltaktien	75/25-Portfolio	ESG ETF-Portfolio	Weltaktien	75/25-Portfolio	ESG ETF-Portfolio
<b>Rendite</b>	39,44%	47,66%	45,61%	39,44%	54,10%	50,00%

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

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

## 2.7. Weitere ESG ETF-Portfolios

Anfang 2020 wurden mehrere neue ETF-Portfolios für die Deutsche Wertpapiertreuhand entwickelt. Davon wird nur noch das erstgenannte aktiv von der Soehholz ESG GmbH angeboten:

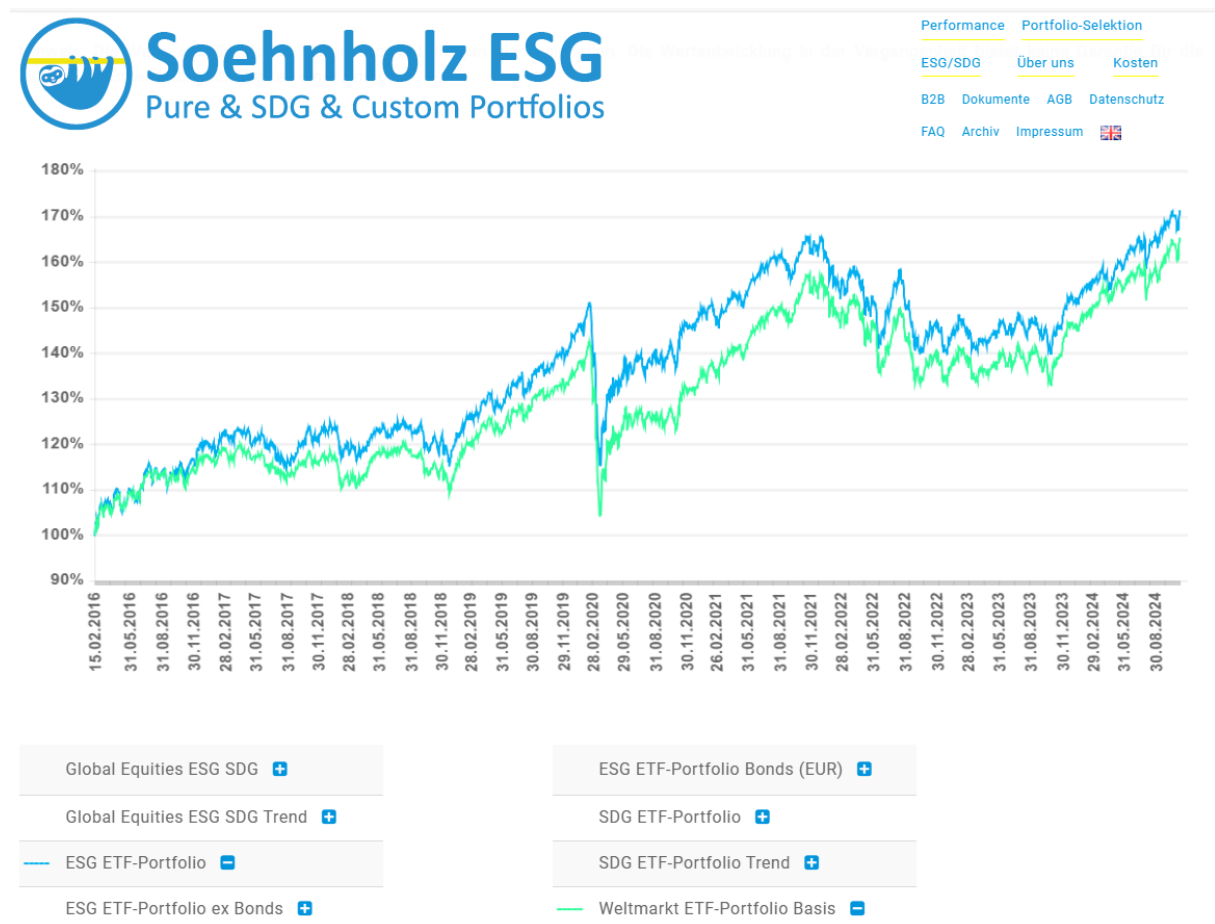
Das **ESG ETF-Portfolio Anleihen (Rendite)**, das bisher **ESG ETF-Portfolio Bonds** hiess, nutzt die Anleihe-segmente des Weltmarktportfolios, für die ETFs zur Verfügung stehen, welche die o.g. Nachhaltigkeitsanforderungen erfüllen. Wie bei dem ESG ETF-Portfolio werden ETFs für Anleihen multinationaler Entwicklungsbanken als Ersatz für Staatsanleihe-ETFs genutzt. Anders als im ESG ETF-Portfolio und werden aber auch kurzlaufende Anleihen und High-Yield-Anleihen genutzt, um

eine ausreichende Diversifikation zu ermöglichen und weil diese in diesem spezialisierten Portfolio die Mindestallokation von 7,5% erreichen.

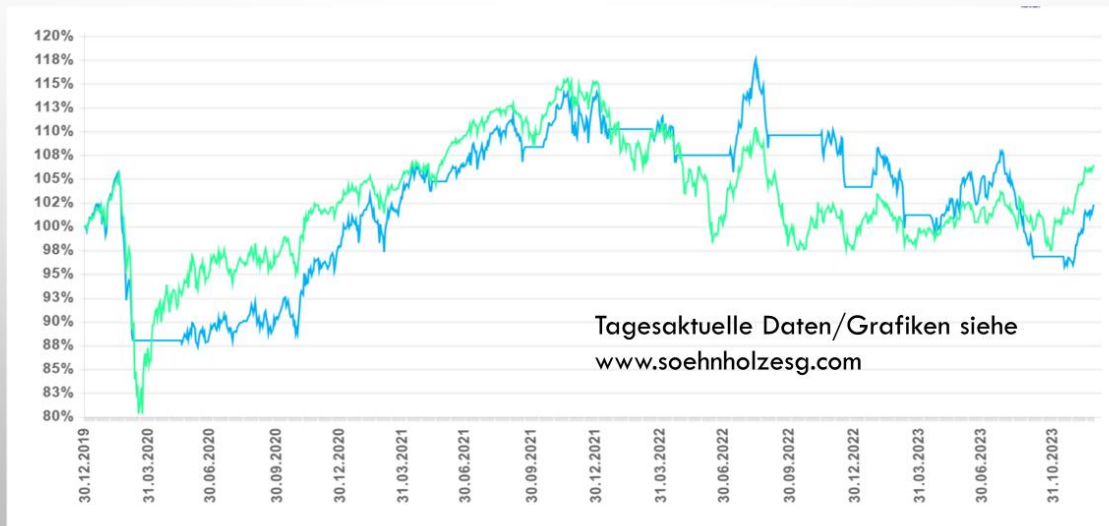
Ende 2023 bzw. 2024 wurden mehrere ETF-Portfolios eingestellt. Dazu gehören das Alternatives ETF-Portfolio, das ESG ETF-Portfolio ex Bonds, das ESG ETF-Portfolio es Bonds Income, das ESG ETF-Portfolio ex Bonds Trend und das ESG ETF-Portfolio Bonds (EUR).

Bei Bedarf können die Portfolios aber wieder angeboten werden. Die Beschreibung der Portfolios findet sich in älteren Versionen des „Söhnholz ESG und SDG Portfoliobuches“ (siehe „Archiv“) und auch die Tagesdaten bis Ende 2023 stehen weiter zur Verfügung. Gründe für das Einstellen der Portfolios sind mangelnde Nachfrage und die Verschiebung des Fokus der Soehnholz ESG GmbH auf SDG-Portfolios.

In den folgenden Grafiken sind die Entwicklungen ausgewählter Portfolios des Jahres 2024 von ihrem jeweiligen Start bis zum Ende unserer Datenbezugsperiode dargestellt.



## ESG ETF (grün) vs. ESG ETF ex Bonds Trend (blau)



Hinweis: Die Werte von Portfolios können sowohl steigen als auch fallen. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit bietet keine Garantie für die zukünftige Entwicklung des Wertes einer Anlage.

14



## 2.8. SDG ETF-Portfolios ab 2019

### Vorgeschichte und Start Ende 2019

2018 haben wir mit einigen Anlageberatern gesprochen, die ihren Kunden ein sogenanntes Impact Portfolio aus mehreren Fonds anbieten wollten. Dieses Portfolio haben sie als „Portfolio für Weltverbesserer“ bezeichnet. Es kam dann aber doch zu keiner Geschäftsbeziehung. Weil wir die Idee gut fanden, haben wir Anfang 2019 die Regeln für ein entsprechendes Portfolio aus ETFs entwickelt.

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

Es wäre naheliegend, für ein SDG ETF-Portfolio nur sogenannte Impact-ETFs zu selektieren. Das Problem dabei ist, dass es in Deutschland zum Start keine als solche bezeichneten Impact-ETFs gab.

Es gibt sogar nur wenige bekannte Impact-Indizes, auf die sich solche ETFs beziehen könnten. Und die Impact-Indizes, die es gibt, sind uns nicht konsequent genug.

So nahmen die Impact-Indizes von MSCI zumindest im Jahr 2019 Unternehmen auf, die mindestens 50% ihres Umsatzes mit den folgenden Themen machen: Basic Needs, Empowerment, Climate Change, Natural Capital und Governance (siehe [hier](#)). Selbst wenn man annimmt, dass die genannten Segmente voll im Einklang mit den SDG stehen, können so bis zur Hälfte des Umsatzes der Indexbestandteile mit einem nicht-SDG-Fokus gemacht werden können. Insbesondere ist dabei unklar, ob dieser nicht-kompatible Umsatz sogar schädlich im Sinne der SDG sein könnte, z.B. wenn er mit zu viel CO<sub>2</sub>-Produktion verbunden wäre.

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

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

Wir haben zunächst diskutiert, ob länder- oder regionenspezifische Fonds z.B. mit Fokus auf Emerging Markets zulässig sein sollten, da es bei den SDG im Wesentlichen darum geht, Bedürftigen zu helfen, die in Emerging Markets besonders zahlreich sind. Wenn man solche Emerging Market Fonds analysiert, stellt man aber schnell fest, dass damit in Unternehmen in Ländern investiert würde, die bei Einzelaktienportfolios auf unserer Länderausschlussliste stehen (vor allem oft mit hohen China-Anteilen, siehe Regeln für direkte Aktienportfolios weiter unten). Der Fokus unseres SDG-Portfolios liegt deshalb auf Branchen- und Themenfonds und nicht auf regionalspezifischen Fonds.

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

### **SDG ETF-Portfolio: Nachhaltigkeits-Megatrend-Portfolio ohne Trendprognosen**

Bei der Selektion von Branchen- und Themenfonds haben wir uns beim Portfoliostart 2019 an der [Impact Investing Market Map](#) der United Nations Principles for Responsible Investment vom August 2018 orientiert. Dieser Report führt insgesamt zehn Marktsegmente auf: Energieeffizienz, grüne

Gebäude, erneuerbare Energien, nachhaltige Land- und Forstwirtschaft, Wasser, bezahlbares Wohnen, Erziehung, Gesundheit, inklusive Finanzen<sup>126</sup>.

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

Für die Portfoliobildung sind wir noch einen Schritt weiter gegangen. Ein SDG-Ziel heißt „Good Health and Well Being“. Um dieses Ziel im Portfolio abzubilden, hätten wir sogenannte Healthcare-Fonds selektieren können. Solche Fonds investieren in alle Arten von Healthcare-Unternehmen. So hatten die Pharmaunternehmen Novartis und Roche Ende Februar 2019 einen Anteil von über einem Drittel am iShares STOXX Europe 600 Health Care UCITS, und auch das US-Pendant dazu wird stark von großen Pharmakonzernen dominiert. Große Pharmaunternehmen werden aber von vielen Anlegern als nicht besonders nachhaltig eingeschätzt. Außerdem sind solche Aktien meist bereits über traditionelle Fonds in den Portfolios von Anlegern enthalten. Die Investition in das SDG-Portfolio sollte aber nur zu wenigen Überschneidungen mit Portfolios typischer Anleger führen. Wir haben deshalb lieber fokussierte Biotech- und Healthcare-Fonds selektiert, die Gesundheit vor allem durch den Einsatz neuer Technologien fördern wollen.

Wir haben auch diskutiert, branchenübergreifende Technologiefonds, von denen wir annehmen, dass die darin enthaltenen Unternehmen die SDG-Ziele fördern können, in unser Portfolio aufzunehmen. Allerdings haben wir uns dagegen entschieden, weil diese meist relativ hohe Anteile von Wertpapieren enthalten, die nicht unbedingt nachhaltig erscheinen und die in vielen traditionellen Anlegerportfolios schon enthalten sind. Der vom Titel her interessante Emerging Markets Internet & E-Commerce Fonds enthält z.B. als größte Positionen Unternehmen wie Alibaba oder Tencent oder Baidu, die man als verantwortungsvoller Anleger nicht unbedingt im Portfolio haben möchte (Stichworte China und "Datenkraken").

Vor allem, um Überschneidungen der ETFs im Portfolio untereinander und auch mit anderen Anlegerportfolios zu reduzieren, haben wir die meist stark diversifizierten und auf Largecaps fokussierten Inclusion, Gender, Diversity, Low Carbon und Circular Economy ETFs 2019 nicht in das Portfolio aufgenommen.

Den hier skizzierten Branchen- und Themen-Ansatz kann man zudem bisher nur mit Aktienfonds umsetzen, denn es gibt noch keine ähnlich fokussierten Anleihe-ETFs. Green Bond ETFs zum Beispiel enthalten oft Anleihen von wenig nachhaltigen Emittenten.

---

<sup>126</sup> Vgl. DVFA 2013, S. 17. Später haben wir weitere Segmente in Anlehnung an SDI Asset Owner Definitionen hinzugenommen, vgl. [Home \(sdi-aop.org\)](http://Home(sdi-aop.org))

Die im SDG-ETF Portfolio enthaltenen Themen erinnern an sogenannte Megatrends anderer Portfolios am Markt. Anders als bei Megatrend-Portfolios werden für das SDG ETF-Portfolio aber keine Megatrendprognosen benötigt, da die Marktsegmente konzeptionell aus den SDG abgeleitet wurden und nicht aus Trendprognosen.

Die Aussagekraft von Rückrechnungen ist begrenzt, auch wenn sie bei regelbasierten besser sein sollte als bei diskretionären Portfolios. Wir haben dieses Portfolio deshalb rein konzeptionell ohne Prognosen und Rückrechnungen entwickelt.

### SDG ETF-Portfolio: Ab 2021 auch mit ESG-Anforderungen

Zum Portfoliostart gab es noch keine Branchen- bzw. Themen-ETFs, die explizit nachhaltige Ausschlüsse nutzen oder die ESG-Mindestanforderungen (Environment, Social, Governance) an die in den Fonds vertretenen Unternehmen stellten. Seit Ende 2021 nutzen wir aber auch ESG-Kriterien für die Selektion von ETFs für das SDG ETF-Portfolio.



Für das Startportfolio werden die Anlagesegmente („Themen“) und die jeweils verfügbaren ETFs innerhalb der Segmente gleichgewichtet. Wie bei den anderen Portfolios werden einmal jährlich die Regeln überprüft.

### **SDG ETF-Portfolios 2024 und 2025**

Für 2023 wurde zusätzlich das Selektionskriterium „Artikel 9 nach Offenlegungsverordnung“ (SFDR) genutzt<sup>127</sup>, das für 2025 jedoch gestrichen wurde, weil die seit 2024 genutzten SDG-Umsätze sich als besseres Selektionskriterium erwiesen haben<sup>128</sup>. Konkret zeigt sich das in einem breiteren Investitionsspektrum mit einem höheren Anteil von sozial statt nur ökologisch ausgerichteter ETFs und mehr potenziellen ETF-Anbietern.

2025 wurden keine ETF-Anbieter mehr zugelassen, die zu von Share Action nur einen Shareholder Engagement Score von weniger als 50 von 100 erreichten. Außerdem wurde die aktivitätsbasierte Netto-SDG-Umsatzanforderung von 40% auf 50% erhöht. Um eine gute Diversifikation zu erreichen, wurde dafür die ESG-Anforderung auf mindestens 40 statt 50 von 100 reduziert. Diese Anforderung soll künftig idealerweise wieder erhöht werden.

Das SDG ETF-Portfolio Trend wurde Ende 2020 gestartet und nutzte die Trendfolgesystematik des ESG ETF-Portfolio ex Bonds Trend. Es wurde Ende 2024 aufgrund mangelnder Nachfrage und unzureichender Performance wieder eingestellt.

---

<sup>127</sup> Das ergab ein Portfolio aus ETFs mit Fokus auf Wasserstoff, Wind, Saubere Energie, Umwelt, Infrastruktur, Wasser, Gesundheit und Pharma von nur noch 3 Anbietern

<sup>128</sup> Vgl. [SDG-Umsätze: Die wichtigste Nachhaltigkeitskennzahl - Responsible Investment Research Blog](#)

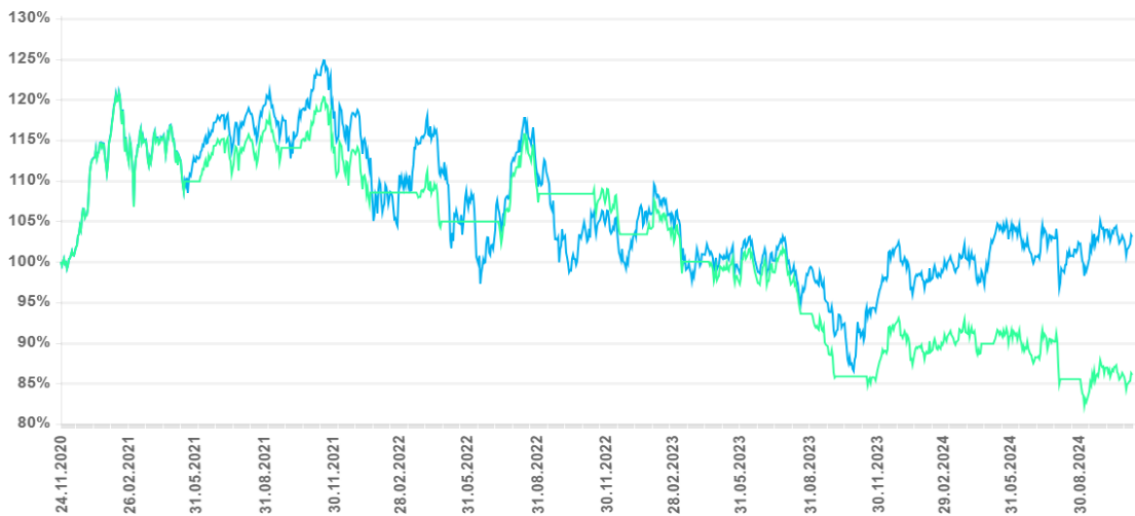
## SDG-Ergebnis 2025: 12 ETFs

1. Wasser
2. Wasserstoff
3. Saubere Energie
4. CleanTech
5. Kreislaufwirtschaft
6. Infrastruktur
7. Bionic Engineering
8. Medizintechnik
9. Pharma Breakthrough
10. Healthcare Breakthrough
11. Gesundheit Allgemein
12. SDG Allgemein

In den folgenden Grafiken sind die Entwicklungen ausgewählter Portfolios des Jahres 2024 von ihrem jeweiligen Start bis zum Ende unserer Datenbezugsperiode zu sehen:




- Global Equities ESG SDG +
- Global Equities ESG SDG Trend +
- ESG ETF-Portfolio +
- ESG ETF-Portfolio ex Bonds -
- ESG ETF-Portfolio Bonds (EUR) +
- SDG ETF-Portfolio -
- SDG ETF-Portfolio Trend +
- Weltmarkt ETF-Portfolio Basis +




Global Equities ESG SDG 

Global Equities ESG SDG Trend 

ESG ETF-Portfolio 

ESG ETF-Portfolio ex Bonds 

ESG ETF-Portfolio Bonds (EUR) 

SDG ETF-Portfolio 

SDG ETF-Portfolio Trend 

Weltmarkt ETF-Portfolio Basis 

## 2.9. Best-in-Universe ESG-Scores sind viel strenger als Best-in-Class Scores

Basierend auf denselben Basisdaten können sehr unterschiedliche ESG-Scores berechnet werden. In der Praxis finden sich häufig relativ anspruchslose Best-in-Class-Ansätze. Mit einem Best-in-Universe-Ansatz lassen sich Nachhaltigkeitsunterschiede aber oft viel besser erkennen. SDG-konforme Umsätze differenzieren nachhaltige Investments noch erheblich stärker.

### ESG-Scores oder ESG-Ratings?

ESG-Scores sind die beliebtesten Indikatoren, um die Nachhaltigkeit von Geldanlagen zu messen. ESG-Ratings werden von Ratingagenturen angeboten. ESG-Scores kann jeder auf Basis von Umwelt-, Sozial- und Unternehmensführungsinformationen zusammenstellen. Im Folgenden nutze ich den Oberbegriff ESG-Score.

ESG-Scores werden oft kritisiert, weil sie sich je nach Berechner stark unterscheiden können (vergleiche z.B. diese neue OECD-Studie: [Behind ESG ratings: Unpacking sustainability metrics](#)).

Die Gründe dafür sind Unterschiede in den verwendeten Daten und in den Methoden, die unterschiedliche Anbieter zur Aggregation der Daten nutzen. Einige Marktteilnehmer hoffen, dass die ESG-Scoring-Unterschiede mit dem geplanten Europäischen (ESG) Datenpool weitgehend verschwinden (vgl. [Einrichtung eines European Single Access Points \(ESAP\)](#)).

In diesem Abschnitt zeige ich, dass selbst mit demselben ESG-Datenpool sehr unterschiedliche ESG-Scores gebildet werden können, die zu unterschiedlichen Portfolios führen können. Der besonders konsequente Best-in-Universe-Ansatz wird bisher nur sehr selten genutzt. Mit dem SDG-Umsatz weise ich zudem auf eine wichtige und ebenfalls noch sehr selten genutzte Ergänzungskennzahl für ESG-Scores hin.

### **Methodische Unterschiede von Best-in-Class-ESG-Scores**

Meine Anlagelogik ist sehr einfach: Ich möchte in die nachhaltigsten Aktien und Fonds investieren. 2012 haben wir damit begonnen, die Aktien mit den besten ESG-Scores unseres damaligen Datenanbieters auszuwählen. Aber viele der Unternehmen mit den besten ESG-Scores hielt ich nicht für besonders nachhaltig. Ein Grund dafür: Die ESG-Bewertungen basierten auf Vergleichen mit Unternehmen aus denselben Branchen (Best-in-Class-Ansatz). Ich wollte aber keine relativ guten ökologischen Unternehmen aus insgesamt ökologisch schlechten Branchen in meine Portfolios aufnehmen.

2020 habe ich Clarity.ai als Anbieter von Nachhaltigkeitsdaten ausgewählt. Ein wichtiger Grund war die Möglichkeit, Best-in-Universe-ESG-Scores zu nutzen.

Clarity.ai berechnet einige „Standard“-ESG-Scores und ermöglicht zudem individuelle Definitionen von ESG-Scores. Die wichtigsten Unterscheidungsmerkmale sind das Universum der ausgewählten Unternehmen, die ESG-Gewichtungsschemata und die Benchmarks für die relativen ESG-Scores.

Für diese Analyse nutze ich vier unterschiedliche ESG-Scores: Der „**Normale Durchschnitt**“ ESG-Score verwendet alle Unternehmen und alle Daten ohne spezifische ESG-Gewichtungsdifferenzierungen nach Branchen. Für den ESG-Score „**Alle Unternehmen**“ werden nur Unternehmen mit einer ESG-Datenrelevanz von mindestens 25 % verwendet und die Gewichtung erfolgt anhand eines sogenannten Branchenkonsens. Für den ESG-Score „**Hohe Relevanz**“ werden nur Unternehmen mit einer Datenrelevanz von mindestens 40 % zugelassen und ebenfalls nach Branchenkonsens gewichtet. Während diese drei Profile Best-in-Class-Ansätze sind, verwende ich einen maßgeschneiderten „**Best-in-Universe**“-Ansatz für alle Unternehmen mit mindestens 25 % Datenrelevanz und Branchenkonsensgewichtung.

Anders als bei manchen anderen Anbietern werden nur nachhaltigkeitsrelevante Informationen berücksichtigt und keine Finanzkriterien. Score von über 50 von 100 sind Indikatoren für relativ geringe ESG-Risiken. Die Verteilung der Scores ist allerdings nicht transparent.

## Große Unterschiede zwischen aggregierten ESG-Bewertungen auf der Grundlage desselben Datenpools

Für den Vergleich der unterschiedlichen ESG-Scoring-Ansätze habe ich sechs Aktienindex-ETFs ausgewählt, die ich für die Performance-Einschätzung des von mir beratenen Investmentfonds nutze. Bei dem Fonds handelt es sich um einen globalen Small- und teilweise Mid-Cap-Aktienfonds mit SDG-Ausrichtung, der hauptsächlich in Aktien des Gesundheitswesens und „grüne“ Aktien aus den Bereichen erneuerbare Energien und Industrie investiert.

Fund	Segment	ESG Best-in-Class normal average	ESG BIC Industry Consensus all companies	ESG BIC Industry Consensus. high relevance companies	ESG Best-in-Universe all companies	Difference Best/Worst (%)	Exposures (Custom)	SDG Net-Revenues
Amundi MSCI World Health Care UCITS ETF	Healthcare	73	69	65	63	16%	23%	12%
Amundi MSCI New Energy ESG Screened UCITS ETF	Renewables	79	70	67	61	30%	23%	45%
Amundi MSCI All Country World ETF	All Caps	71	68	64	63	13%	20%	12%
iShares MSCI World Small Cap UCITS ETF	Small Caps	67	65	58	54	24%	8%	5%
iShares MSCI World Mid-Cap Equal Weight UCITS ETF	Mid Caps	72	77	63	60	28%	10%	6%
FutureVest Equity Sustainable Development Goals R	My fund (30 global small caps)	77	75	72	70	10%	0%	99%
Amundi S&P Global Industrials ESG UCITS ETF	Industrial Goods	77	69	66	62	24%	44%	24%
<b>Average</b>		<b>74</b>	<b>70</b>	<b>65</b>	<b>62</b>	<b>21%</b>	<b>18%</b>	<b>29%</b>
<b>Difference Best/Worst (%)</b>		<b>18%</b>	<b>18%</b>	<b>24%</b>	<b>30%</b>	<b>19%</b>		<b>1880%</b>

Data from Clariy.ai as of March 2nd, 2025. Analysis by Soehnholz ESG GmbH

Die scheinbar gute Nachricht zuerst: Methodenunabhängig weisen alle ausgewählten ETFs (Indizes) durchschnittliche aggregierte ESG-Scores von mindestens 54 von 100 auf, was eher geringe ESG-Risiken bedeutet. Das zeigt aber auch, dass durchschnittliche ESG-Scores nicht normal um die 50 herum verteilt sind, sondern eher positiver als 50 ausfallen.

Die Unterschiede zwischen den durchschnittlichen ESG-Bewertungen der Methoden reichen von 74 bis 62, was einer Differenz von fast 20 % entspricht (siehe Zeile „Average“ in Abbildung 1 oben). Beim New Energy ETF beträgt der Unterschied zwischen dem besten und dem schlechtesten ESG-Score 30 % (Spalte „Difference Best/Worst“).

Meiner Erfahrung nach sind sehr hohe Scores äußerst selten. In einer kürzlich durchgeführten Analyse tausender Fonds habe ich keinen einzigen Fonds mit einem Best-in-Universe ESG-Score von über 72 gefunden (vgl. [Hohe SDG Umsätze? Nur wenige Investmentfonds!](#)).

## Noch größere Unterschiede bei separaten E-, S- und G-Scores

In einer zusätzlichen Analyse habe ich die E-, S- und G-Scores separat verglichen (vgl. Abb. 2). Bei der Best-in-Universe-Methode fallen die Sozial-Scores der Healthcare-, New Energy- und Small-Cap-ETFs unter 50. Mit 44 ist das Sozialrisiko von Small-Caps demnach relativ hoch, während es bei den beiden erstgenannten ESG-Scoringmethoden sehr gering erscheint.

		S Best-in-Class normal average	S BiC Industry Consensus all companies	S BiC Industry Consensus. high relevance companies	S Best-in-Universe all companies	Difference Best/Worst (%)
Amundi MSCI World Health Care UCITS ETF	Healthcare	67	58	51	48	40%
Amundi MSCI New Energy ESG Screened UCITS ETF	Renewables	82	67	61	60	37%
Amundi MSCI All Country World ETF	All Caps	66	59	51	49	35%
iShares MSCI World Small Cap UCITS ETF	Small Caps	66	61	49	44	50%
iShares MSCI World Mid-Cap Equal Weight UCITS ETF	Mid Caps	72	65	57	54	33%
FutureVest Equity Sustainable Development Goals R	Myfund (30 global small caps)	79	71	65	62	27%
Amundi S&P Global Industrials ESG UCITS ETF	Industrial Goods	78	66	61	57	37%
<b>Average</b>		<b>73</b>	<b>64</b>	<b>56</b>	<b>53</b>	<b>37%</b>
<b>Difference Best/Worst (%)</b>		<b>24%</b>	<b>22%</b>	<b>33%</b>	<b>41%</b>	<b>36%</b>

Data from Clariy.ai as of March 12th, 2025. Analysis by Soehnholz ESG GmbH

Während die verschiedenen aggregierten Methodologien bei den Governance-Scores nur um 5 % und bei den ökologischen Scores um 10 % voneinander abweichen (nicht aus den beiden Abbildungen ersichtlich), beträgt die Divergenz bei den sozialen Scores 36 % (Zeile/Spalte Difference Best/Worst). Der Small-Cap-ETF weist die größte Abweichung zwischen einem Normal Average S-Score von 66 und einem Best-in-Universe S-Score von 44 auf (50%).

## 2.10. Warum SDG-Umsätze so wichtig sind und einige Statistiken dazu

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 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<sup>129</sup>:

<sup>129</sup> Vgl. [SDG-Umsätze: Die wichtigste Nachhaltigkeitskennzahl - Responsible Investment Research Blog](#)

## 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. Und Aptiv PLC ist ein traditioneller Automobilzulieferer und auch TE Connectivity gehört zu den Top 20: „Der Konzern entwickelt, fertigt und vermarktet Produkte für Kunden im Automobilssektor sowie im Bereich Luft- und Raumfahrt, Verteidigungssysteme, Telekommunikation, Computer und Unterhaltungselektronik“ (Wikipedia-Abruf vom 16.2.2025). Zu den Top 20 gehört auch Trane Technologies: „... focused on heating, ventilation, and air conditioning (HVAC) and refrigeration systems“ (Wikipedia-Abruf vom 16.2.2025).

HQ Trust hat 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 sehr viel Energie und Wasser. Auch das Halbleiterunternehmen Broadcom und Pharmaunternehmen Eli Lilly gehören oft zu den Top Ten solcher Fonds.

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 getrateten 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 erscheinen, weil sich die Scores vor allem auf die Prozesse der Unternehmen beziehen.

## Gute Zusatzkennzahl verfügbar: SDG-Umsätze

Zusätzlich kann man 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 aber detailliertere Beurteilungen an (vgl. dazu zum Beispiel [SDG-Wirkungsmessung – ein Update zu Datenanbietern und deren Methodik](#) von der DVFA vom Oktober 2023).

Dabei 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 Wasserbrauch oder Diversitätskennzahlen. 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, aber bei denen sich das durch solche Investitionen künftig ändern sollte.

### **+ 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 ein Anbieter mit 60% Umsätzen mit fossiler Energie und 40% Umsätzen mit 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 Anwenden 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 nur in 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 solchen 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.

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. Deshalb ist (aktivitätsbasierter Netto-) SDG-Umsatz eine Kennzahl, die nicht nur für Produkteinschätzungen, sondern auch für Regulierungszwecke gut geeignet ist.

### **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 so: 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, die sehr viele Wertpapiere enthalten, als ziemlich riskant. Außerdem ist der Grenznutzen von Diversifikation typischerweise sehr gering: Zusätzlich Aktien bringen diversifizierten Portfolios wenig zusätzliche Risikosenkungen.

Hinzu kommt, dass eine Beschränkung auf Aktien mit geringen Umwelt-, Sozial- und Umweltrisiken tendenziell Gesamtrisiko-senkend und nicht Risiko-erhöhend ist. Außerdem lässt sich gut argumentieren, dass Investments in Unternehmen, die gut mit den nachhaltigen Zielen der Vereinten Nationen vereinbar sind, zumindest mittel- bis langfristig gute Renditen haben sollten. Dagegen sollten künftig immer weniger Käufer bzw. verfügbare Investments für SDG-schädliche Unternehmen bereitstehen, was deren Renditeaussichten erheblich reduzieren kann.

### **Dutzende von SDG-vereinbaren Aktien**

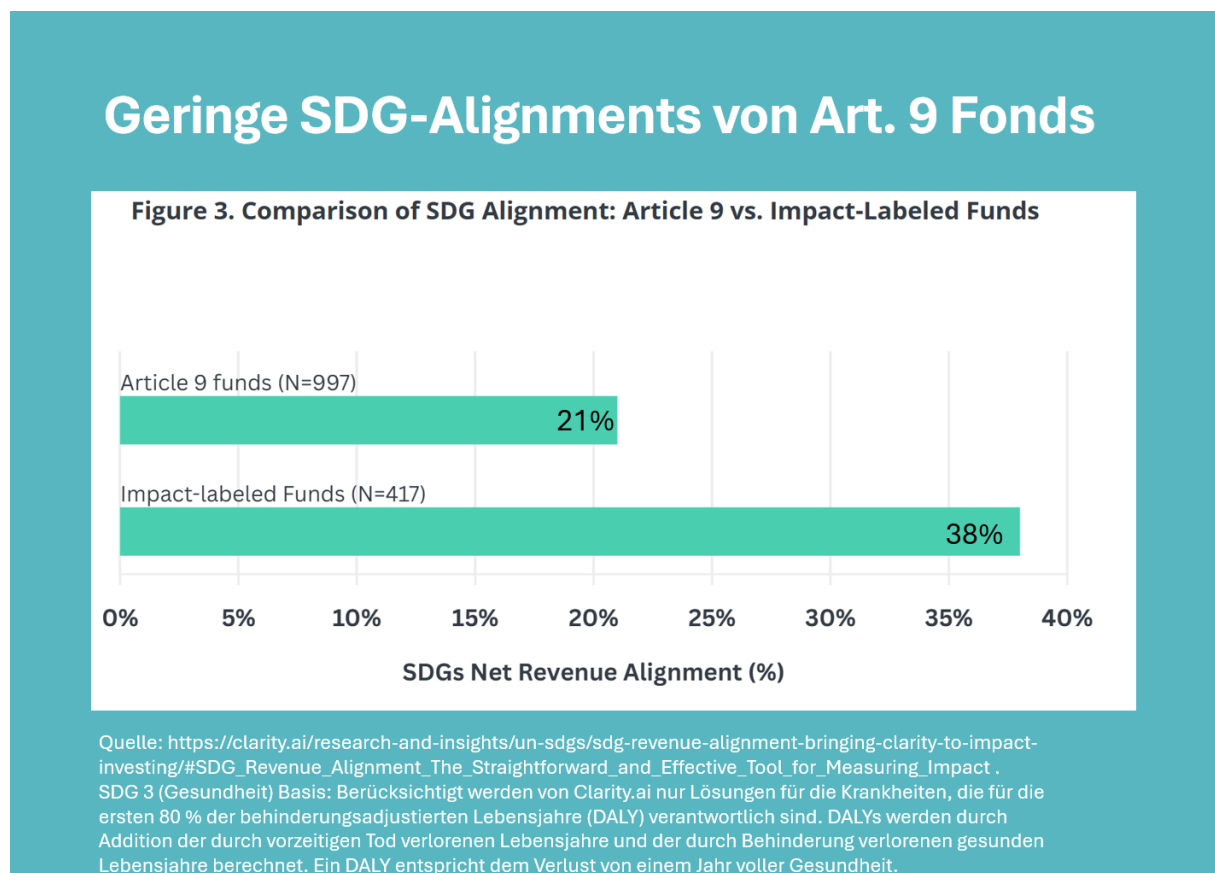
Aus über dreissigtausend Aktien mit ausreichenden Nachhaltigkeitsdaten sind nach Anwendung meiner strengen Nachhaltigkeitsanforderungen noch ungefähr 150 mit mindestens 50% netto-SDG Umsatzvereinbarkeit übrig. Davon haben etwas mehr als die Hälfte über 90% SDG-Umsatz. Aus diesen bilde ich ein Portfolio aus 30 Aktien unterschiedlicher Branchen und Länder mit inzwischen 99% SDG-Umsatzvereinbarkeit. Weil (SDG-)spezialisierte Unternehmen eher klein sind, ist die durchschnittliche Kapitalisierung ähnlich wie die von Small- bzw. MidCap-Unternehmen. In den

letzten Jahren wurde damit eine ähnliche Rendite wie die von traditionellen Sammler-/MidCap-Unternehmen bei erheblich niedrigerer Schwankung erreicht.

Wenn man meine Ausschlusskriterien ändert, zum Beispiel Tierversuche und genetisch modifizierte Organismen zulässt, erfüllen auch einige Großunternehmen meine Nachhaltigkeitsanforderungen.

### Artikel 9 und Impactfonds mit niedriger SDG-Vereinbarkeit

In einer Studie von Clarity.ai vom Dezember 2024 (s. [SDG Revenue Alignment: Bringing Clarity to Impact Investing | Clarity AI](#)) wird auf Basis von deren ziemlich strikten SDG-Umsatzberechnungen festgestellt, dass Artikel 9 Fonds im Schnitt nur eine SDG-Umsatzvereinbarkeit von 21% haben während es bei Impactfonds immerhin 48% sind (siehe Figure 3). Die von Clarity berechneten regulatorisch definierten Sustainable Investment Quoten liegen mit 82% bei Artikel 9 Fonds bzw. 70% bei Impactfonds dagegen erheblich höher (s. Figure 4).



### SDG-Umsätze: Nur 30 Fonds >80% und 100 mit 70% oder mehr

Im Januar 2025 haben wir eine Analyse aller in Deutschland zum öffentlichen Vertrieb zugelassenen Fonds durchgeführt. Dabei wurden nur knapp 30 Fonds mit aktivitätsbasierten netto SDG-

Umsätzen von mindestens 80% gefunden (Basis: Daten von Clarity.ai). Etwas mehr als einhundert Fonds erreichen einen SDG-Umsatz von 70% oder mehr. Die meisten davon sind sehr spezialisiert.

Bei dieser Messmethode werden die SDG-negativen Umsätze von den SDG-positiven Umsätzen jedes einzelnen Unternehmens abgezogen. So hat ein Unternehmen, das 60% Umsatz mit erneuerbaren und 40% Umsatz mit fossilen Energien macht, netto 20% SDG Umsatz.

Hier sind die vier Fonds mit mindestens 90% SDG-Umsatz:

<b>Fonds</b>	<b>Segment</b>	<b>SDG-Umsatz (netto)</b>
Monega FutureVest Equity Sustainable Development Goals	Globale Small-Caps	95%
Luxembourg Selection Active Solar	Erneuerbare Energien	93%
Lazard Digital Health	Gesundheit	92%
Green Benefit Global Impact	Globale Micro-Caps	91%

Quelle: Eigene Analyse aller in Deutschland verfügbaren Fonds auf Basis von Clarity.ai Daten vom Januar 2025. Hinweis: Der Green Benefit Fonds wird mit einem anderen Fonds verschmolzen

Bei den Fonds mit mindestens 80% SDG-vereinbaren Umsätzen handelt es sich ganz überwiegend um Fonds mit Fokus auf Digital Health, Emerging Markets Healthcare, Medizintechnik und einige diversifizierte Gesundheitsfonds. Zu den Nicht-Gesundheitsfonds gehört ein Solarfonds, ein Wasserstoff-Fonds, ein Clean-Energy- und ein Clean-Tech Fonds. Außerdem gibt es die zwei etwas diversifizierteren Small- und Microcapfonds aus der oben aufgeführten Tabelle.

Clarity.ai selbst hatte im Dezember in einer eigenen Analyse festgestellt, dass Artikel 9 Fonds im Schnitt nur 21% SDG-Umsatzvereinbarkeit haben und Impactfonds auch nur 48% (vgl. [SDG Revenue Alignment: Bringing Clarity to Impact Investing | Clarity AI](#)).

### **SDG-Umsätze: Verschiede Definitionen**

Allerdings kann man auch in Bezug auf SDG-Umsätze zu unterschiedlichen Beurteilungen kommen. So habe ich ursprünglich Sozialimmobilienunternehmen, vor allem solche für Krankenhäuser und Pflegeheime, als komplett SDG-kompatibel angesehen. Clarity.ai sieht jedoch nur die Betreiber von Krankenhäusern- und Pflegeheimen und nicht die Immobilieneigentümer als SDG-konform an. Ich

habe auch Zeitarbeits- und Arbeitsvermittlungsunternehmen als SDG-konform angesehen, während Clarity.ai diese nicht so einschätzt.

Außerdem habe ich ursprünglich fast alle Gesundheitsunternehmen als SDG-vereinbar klassifiziert. Clarity.ai berücksichtigt aber nur Lösungen für Krankheiten, die für die ersten 80 % der behinderungsadjustierten Lebensjahre (DALY) verantwortlich sind (DALYs werden durch Addition der durch vorzeitigen Tod verlorenen Lebensjahre und der durch Behinderung verlorenen gesunden Lebensjahre berechnet. Ein DALY entspricht dem Verlust von einem Jahr voller Gesundheit).

### **Nachhaltige Fonds sollten auch gute ESG-Scores haben**

Zusätzlich habe ich auch die ESG-Scores der Fonds analysiert. Dafür wurde ein Best-in-Universe Ansatz genutzt, d.h. branchenübergreifende Vergleiche angestellt. Dabei habe ich nur aus meiner Sicht potenziell nachhaltige Fonds analysiert, die im Schnitt Unternehmen mit mindestens 25% SDG-Umsätzen enthalten.

Nur ungefähr 30 dieser Fonds haben einen ESG-Score von mindestens 70. Dabei bedeuten hohe Scores niedrige Risiken. Der beste Fonds erreicht einen ESG-Score von 72.

ESG und SDG machen nur einen Teil meiner Nachhaltigkeitskriterien aus (dazu gehören auch Ausschlüsse und Shareholder Engagement, vgl. [241203 Nachhaltigkeitsinvestmentpolitik der Soehholz Asset Management GmbH](#)), aber der Durchschnitt der beiden oben genannten Score ermöglicht eine gute Einschätzung der Gesamtnachhaltigkeit eines Fonds.

Das sind die Top SDG+ESG Fonds:

<b>Fonds</b>	<b>Segment</b>	<b>SDG-Umsatz (netto)</b>	<b>ESG-Score (BiU)</b>	<b>(SDG+ESG)/2</b>
Monega FutureVest Equity Sustainable Development Goals	Globale Small-Caps	95%	70	82,5
BNP PARIBAS EASY ECPI Global ESG Med Tech ETF	Gesundheit	85%	69	77
Lazard Digital Health	Gesundheit	92%	61	76,5
CPR Asset Management Medtech	Gesundheit	82%	69	75,5
Diversified Growth Company Medtech	Gesundheit	82%	69	75,5
Fineco Asset Management Medtech	Gesundheit	82%	69	75,5

Variopartner MIV Global Medtech	Gesundheit	82%	69	75,5
---------------------------------	------------	-----	----	------

Quelle: Eigene Analyse aller in Deutschland verfügbaren Fonds mit SDG Umsätzen von mindestens 25% auf Basis von Clarity.ai Daten vom Januar 2025

Zur besseren Einordnung dieser Werte habe ich einige Index-ETFs analysiert, die ich für Performancevergleiche von SDG-Portfolios nutze:

<b>Fonds</b>	<b>Segment</b>	<b>SDG-Umsatz (netto)</b>	<b>ESG-Score (BiU)</b>	<b>(SDG+ESG)/2</b>
Amundi MSCI World Health Care UCITS ETF	Gesundheit	12%	63	38
Amundi MSCI New Energy ESG Screened UCITS ETF	Erneuerbare Energie	45%	61	53
Amundi MSCI All Country World ETF	All Caps	12%	63	38
iShares MSCI World Small Cap UCITS ETF	Small Caps	5%	54	30
iShares MSCI World Mid-Cap Equal Weight UCITS ETF	Mid Caps	6%	60	33
Amundi S&P Global Industrials ESG UCITS ETF	Industrie	24%	62	43

Quelle: Eigene Analyse aller in Deutschland verfügbaren Fonds auf Basis von Clarity.ai Daten mit Stand vom 2. März 2025

Die Auswertung zeigt, dass die ESG-Scores wesentlich näher zusammenliegen als die SDG-Umsätze und dass sie keine gute Indikation für die Höhe der SDG-Umsätze sind.

Trotz der relativ wenigen verfügbaren ETFs und aktiven Fonds mit hohen SDG-Umsätzen sind diversifizierte konsequent nachhaltige Portfolios möglich. Mein 2025er Portfolio aus 12 SDG-Themen-ETF hat einen SDG-Umsatz von 77% mit einem ESG-Score von 60. Und mit einem erheblich stärker diversifizierten Portfolio aus aktiven Fonds komme ich auf einen SDG-Umsatz von 70% und einen ESG-Score von ebenfalls 60.

## 3. Direktes Aktienkonzept: Eigenportfolios

### 3.1. Begründung für das Vorgehen bei der Portfoliobildung

ESG-Investments<sup>130</sup> nutzen Umwelt- (E), Sozial- (S) und Unternehmensführungs- bzw. Governance- (G) Kriterien für die Portfoliobildung. Research zeigt, dass ESG-Anlagen meist weder niedrigere Renditen noch höhere Risiken bringen als klassische Investments<sup>131</sup>.

Unsere ersten direkten ESG-Modellportfolios wurden Ende 2016 gestartet. Auch heute noch gibt es keinen Konsens darüber, welche ESG-Methode genutzt werden sollte<sup>132</sup>. Man kann z.B. Wertpapiere ausschließen, die bestimmten Kriterien nicht genügen. Bei fast allen Ausschlusskriterien kann man neben Befürwortern jedoch auch Gegner finden: Braucht man Atomenergie, weil sie klimafreundlich ist, oder schließt man sie aus, weil hoch angereichertes Uran so gefährlich ist? 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 und Dritten selten schaden?

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 Gründen legal. Sollen diese aus ESG-Portfolios ausgeschlossen werden? Und muss man fossile Energien ausschließen, weil sie dem Klima schaden, oder nicht, weil sehr viele Unternehmen und Privatpersonen noch lange auf fossile Energien angewiesen sein werden?

Neben Ausschlüssen werden auch relative ESG-Einschätzungen miteinander verglichen, so dass z.B. nur die besten Wertpapiere nach einem ESG-Scoring ins Portfolio kommen. ESG-Datenanbieter erfassen teilweise weit über einhundert ESG-Kriterien pro Wertpapier. Deshalb 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 aggregierten

---

<sup>130</sup> ESG steht für Environment(al) (E), Social (S) und Governance (G). Manchmal lautet die Bezeichnung auch SRI für Socially Responsible Investments. Genauere und weitere Definitionen siehe Söhnholz/Frank 2018

<sup>131</sup> Die meisten Untersuchungen beziehen sich auf Aktien, s. Friede/Busch/Bassen 2016 und Whelan/Atz/VanHolt/Clark 2021

<sup>132</sup> Wir nutzen eine individualisierte Version des DVFA FRIPI Modells, Details siehe Kapitel „Nachhaltigkeitspolitik“

ESG-Scores noch viele ESG-Unzulänglichkeiten finden, weil schlechte Einzelscores z.B. für Soziales oft durch gute andere Scores z.B. für Governance kompensiert werden können.

Seit wenigen Jahren gibt es zudem Scores für die Vereinbarkeit von Aktien mit den nachhaltigen Entwicklungszielen der Vereinten Nationen. Diese kann man zur sogenannten Positivselektion von Aktien verwenden. Das gilt auch für Kriterienkataloge wie sie zum Beispiel von einigen Kirchen oder anderen Organisationen erstellt werden (oft als normbasierte Investments bezeichnet).

Als weiteren Ansatz kann man Engagements wählen. Dabei wird versucht, aktiv auf Unternehmen einzuwirken, ihre Nachhaltigkeit 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.

Die Tatsache, dass ESG-Ansätze sich voneinander unterscheiden können, sollte man nicht als Argument zum Nichtstun verwenden. Unternehmens- bzw. wertpapierspezifische Nachhaltigkeitsdaten werden seit vielen Jahren systematisch erhoben und sind käuflich erwerbbar. Allerdings sind solche Daten oft teuer und selten einfach auszuwerten. Gerade Anleger mit relativ geringen Anlagevolumina müssen deshalb bisher auf standardisierte Nachhaltigkeitsprodukte ausweichen<sup>133</sup>.

### **3.2. Umsetzung von reinen ESG-Aktienportfolios (nicht mehr aktiv angeboten)**

Zumindest für Aktien zeigen die meisten Studien, dass verantwortungsvolles Anlegen nicht mit niedrigeren Renditen oder höheren Risiken verbunden ist<sup>134</sup>. Zwar ist die Auswahl an „verantwortungsvollen“ Titeln geringer als die aller Titel, aber es gibt aufgrund der Vielzahl angebotener Aktien typischerweise keine erheblichen Diversifikationsnachteile. Liquiditäts- und Kapitalisierungskriterien oder Anforderungen an bestimmte Finanzdaten bzw. -kennzahlen schränken Portfoliomanager auch und teilweise viel stärker ein, werden aber selten so kritisch wie ESG-Kriterien hinterfragt.

Im ersten Schritt war unser Ziel, gute „verantwortungsvolle“ Portfolios zu erstellen für attraktive Marktsegmente, für die es noch keine anerkannten „verantwortungsvollen“ ETFs gab. Als erste

---

<sup>133</sup> Seit einiger Zeit gibt es kostenlose ESG-Daten für Privatanleger, aber diese sind meist nur als aggregierte ESG-Scores verfügbar oder nur aufwendig auszuwerten

<sup>134</sup> Siehe z.B. Söhnholz 2014, Friede/Busch/Bassen 2016 und Whelan/Atz/VanHolt/Clark 2021 und auch das Global Equities ESG Portfolio zeigte zumindest bis Ende 2022 sehr ähnliche Renditen wie breit diversifizierte traditionelle ETFs.

Segmente wurden deshalb deutsche Aktien, weltweite Infrastruktur und Immobilientitel identifiziert. Diese Portfolios werden ab 2024 nicht mehr aktiv angeboten, weil der Fokus der Soehnholz ESG GmbH nun auf ESG plus SDG-Angeboten liegt. Diese Portfolios können ebenfalls deutsche, Immobilien- und Infrastrukturaktien enthalten. Allerdings gibt es nicht für alle diese Segmente und in jedem Jahr genug Aktien, die ausreichend diversifizierte ESG SDG Segmentportfolios ermöglichen.

- Deutsche Aktien ESG vom 30.12.2016 bis zum 31.12.2023
- Infrastructure ESG vom 30.12.2016 bis zum 31.12.2023
- Real Estate ESG vom 30.12.2016 bis zum 31.12.2023
- Global Equities ESG vom 31.5.2017 bis zum 31.12.2023
- Global Equities ESG S vom 31.5.2017 bis zum 31.12.2023

Die Regeln für die Portfolios (vgl. „Soehnholz ESG und SDG Portfoliobuch“ im „Archiv“ auf [www.prof-soehnholz.com](http://www.prof-soehnholz.com) und die Tagesdaten (bis Ende 2023) der Portfolios sowie alle Trades (bis zum jeweils vorherigen Selektionszeitpunkt) stehen dort ebenfalls weiter zur Verfügung. Bei konkretem Kundeinteresse können die Portfolios wieder aktiviert werden.

### **3.3. Das Vorgehen für die ESG SDG Modell- und Eigenportfolios und den FutureVest Equity Sustainable Development Goals R Fonds**

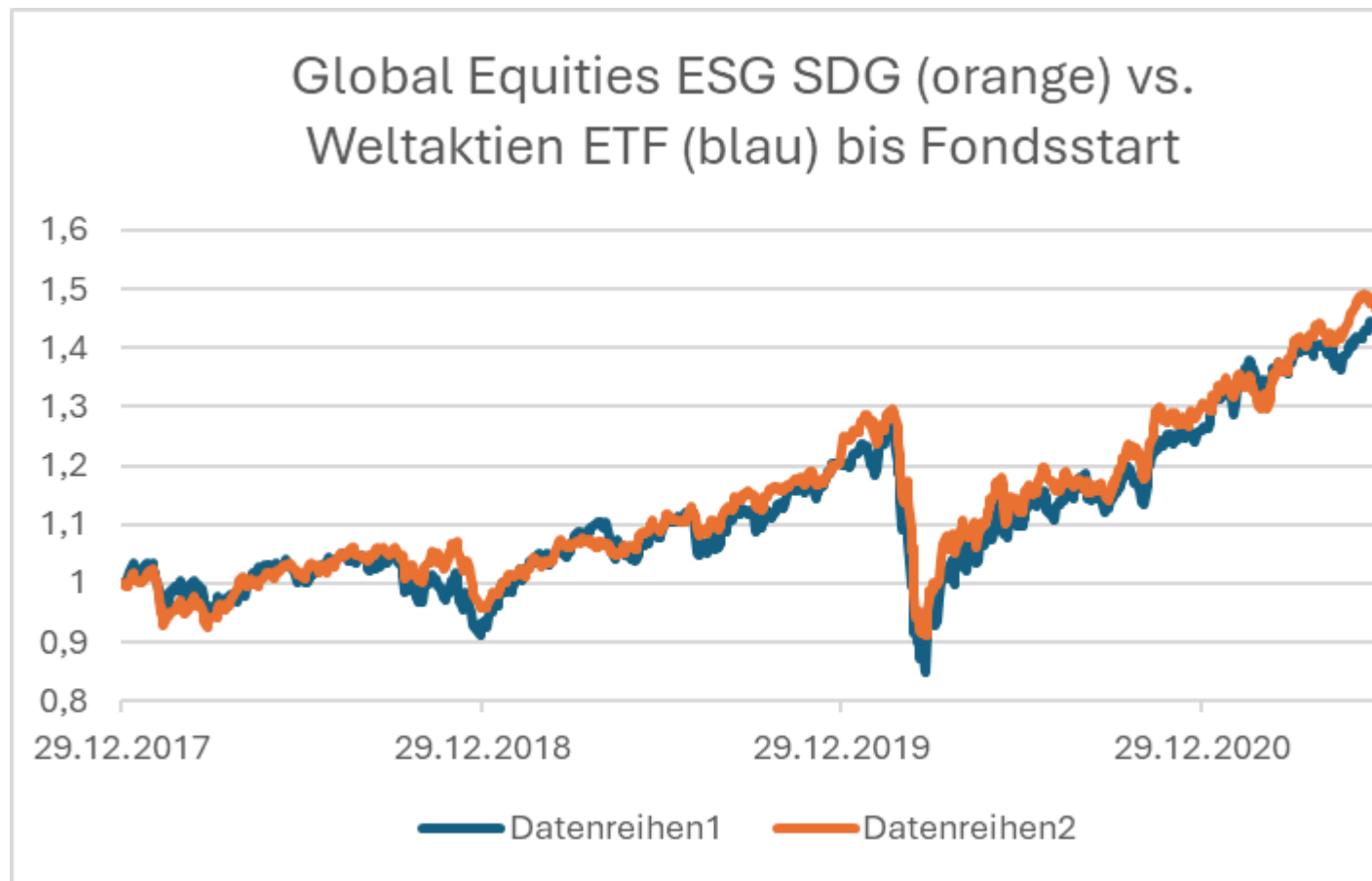
Seit Ende 2024 werden keine ESG SDG-Modellportfolios mehr angeboten, sondern nur noch eine Eigenportfolio-Liste. Diese ist die Basis für ESG SDG Portfolios, die von uns, Vermögensverwaltern oder von Interessenten selbst zusammengestellt werden können. Die Listen sind über kooperierende Vermögensverwalter erhältlich und können von den Vermögensverwaltern oder als Execution Only Mandate umgesetzt werden.

Die Eigenportfolio-Liste wird anhand von Regeln erstellt, die erstmals Ende 2017 zusammengestellt wurden (Global Equities ESG SDG Modellportfolio vom 29.12.2017<sup>135</sup>). Sie enthält typischerweise

---

<sup>135</sup> Daneben gab es zeitweise auch noch diese Portfolios: Global Equities ESG SDG Trend vom 30.12.2020 und Global Equities ESG Social vom 21.1.2022 bis jeweils Ende 2024 und auch einige vergleichbare Indizes wie für globale ökologische Aktien.

100 bis 150 Wertpapiere, die aktivitätsbasierte SDG Netto-Umsätze von mindestens 50% haben und zugleich unseren strengen Ausschluß- und ESG-Anforderungen erfüllen.



Grafik: Modellportfolio abzüglich 1,19% fiktiver Kosten/Gebühren

Für unsere bisher bereitgestellten Portfolios galt: Da es sich bei den potenziellen Zielsegmenten wie „SDG-Europa“ oder „SDG-Ökofokus“ um relativ kleine Universen in Bezug auf die Anzahl börsennotierter Aktien handelt und die Portfolios auch für „Selbstbediener“ geeignet sein sollen, erfolgte eine Beschränkung auf maximal 30 Wertpapiere pro Segment. Es sollten immer mindestens 15 Titel in einem Portfolio enthalten sein, um eine gewisse Mindestdiversifikation zu erreichen<sup>136</sup>. Die Titel sollen zum jährlichen Selektionszeitpunkt (meist Jahresanfang) ungefähr gleichgewichtet in das Portfolio aufgenommen werden. Zu jedem Selektionszeitpunkt erfolgt eine neue Selektion der Titel auf Basis der definierten Selektionskriterien. Titel aus der Vorperiode, die im Portfolio verbleiben, werden wieder auf annäherndes Gleichgewicht rebalanciert.

<sup>136</sup> Untersuchungen zeigen, dass Segmentportfolios aus circa 15 Aktien ausreichend diversifiziert sein können. vgl. [30 stocks, if responsible, are all I need - Responsible Investment Research Blog \(prof-soehnholz.com\)](https://www.prof-soehnholz.com)

Die Titel sollen konsequent nach ESG- und nach SDG-Kriterien selektiert werden. Wir stellen zudem jeweils Mindestanforderungen an die Scores für E, S und G separat, damit schlechte Werte bei einem dieser Kriterien nicht durch gute Werte bei einem anderer dieser Kriterien kompensiert werden können. Das Vorgehen bei der Titelselektion orientiert sich auch an unseren bisherigen Erfahrungen mit ESG-Portfolios<sup>137</sup>.

Wie in den Vorjahren gibt es auch für 2025 wieder einige Regeländerungen. Ziele der Regeländerungen sind höhere Nachhaltigkeit bei gleichzeitiger weiterer Vereinfachung und Vereinheitlichung der Regeln.

Auf Basis eines möglichst großen Universums von Titeln mit aussagekräftigen Nachhaltigkeitsdaten<sup>138</sup> werden folgende Kriterien genutzt:

1. Stufe: Es sind nur Aktien zulässig, die auf Basis der Daten des primären Anbieters mindestens 50% (Eigenportfolio-Liste) bzw. 90%<sup>139</sup> (Fonds) SDG-vereinbaren Netto-Umsatz erzielen. Negativer SDG-Umsatz ist nicht zulässig.
2. Stufe sind „Länderausschlüsse“: Unternehmen mit Hauptsitz oder Haupt-Börsennotiz aus Ländern, die nicht zu den 40% der Länder mit dem besten Rule-of-Law Scoring gehören, werden ausgeschlossen<sup>140</sup>. Zusätzlich werden Länder mit Handelsbeschränkungen ausgeschlossen<sup>141</sup>.
3. Stufe ist die Nutzung von unternehmensspezifischen Ausschlusskriterien<sup>142</sup>: Ausgeschlossen werden alle Unternehmen mit dem Nachhaltigkeitsanbieter bekannten

---

<sup>137</sup> Siehe Söhnholz 2014 und die Nutzung von ESG-Kriterien im Portfoliomanagement bei Veritas Investment für die Fonds Ve-RI Equities Europe seit März 2013, Ve-RI Listed Real Estate seit Oktober 2013 und Ve-RI Listed Infrastructure seit Mai 2014

<sup>138</sup> Aktuell deckt unser Nachhaltigkeitsdatenanbieter Clarity.ai etwa fünfunddreissigtausend Aktien mit ausreichenden Nachhaltigkeitsinformationen ab

<sup>139</sup> Für 2024 wurden nur 50% SDG-Umsatz gefordert

<sup>140</sup> 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 ausgeschlossen. Ausschlüsse richten sich nach primärer Börsennotiz und Hauptsitz des Unternehmens. Die Handelsbedingungen für Aktien können je nach Depotbank und z.B. steuerlichen Anforderungen von Anlegern auch für die grundsätzlich zugelassenen Länder suboptimal sein. Für konkrete Portfolioumsetzungen wie den Fonds können deshalb weitere Länder ausgeschlossen werden.

<sup>141</sup> Hierfür wird die auch für den FutureVest Fonds relevante Liste der Depotbank Kreissparkasse Köln genutzt.

<sup>142</sup> Ausschlüsse können fehlerhaft gemessen bzw. dokumentiert sein. So könnten z.B. nicht explizit ausgeschlossene Verlage durchaus „Erwachsenenunterhaltung“ veröffentlichen, ohne dass das entsprechend erfasst wurde. **Für Eigenportfolios werden medizinische Tierversuche, GMO und embryonale Stammzellenforschung nicht explizit ausgeschlossen.**

Aktivitäten (0% Toleranz) in den Bereichen Alkohol, Tabak, Glücksspiel, Erwachsenenunterhaltung inklusive Gewaltvideos/Gewaltfilme, Waffen, Atomenergie, fossile Brennstoffe und Energien, grausame oder kosmetikbezogene Tierversuche, Fleisch, Leder und Felle und unethische Kreditvergaben sowie schwere Kontroversen bezüglich oder schwere Verletzungen der United Nations Global Compact (UNGC) Prinzipien oder der „Organisation for Economic Cooperation and Development (OECD) Guidelines for Multinational Enterprises“. Für den Fonds werden zusätzlich medizinische Tierversuche, genetisch manipulierte Organismen, embryonale Stammzellenforschung ausgeschlossen. Nicht grundsätzlich ausgeschlossen (aber für den Fonds berichtet) werden Empfängnisverhütung und Abtreibung, Agrochemie, persistente organische Schadstoffe (POP), Cannabis, Palmöl.

4. Stufe: Es muss ein zu den jeweils Top 50% gehörender<sup>143</sup> E, S und G (Best-in-Universe) Score eines global aktiven ESG-Score-Anbieters vorliegen.
5. Stufe Verlustbegrenzung (nur für den Fonds): Von den verbleibenden Aktien werden zusätzlich alle mit Kursverlusten >50% in den letzten 12 Monaten zum jährlichen Selektionszeitpunkt bzw. für Nachrücker in den Fonds nur vor dem Erstinvestment und vor Aufstockungen ausgeschlossen<sup>144</sup>. Für den Fonds werden ab März 2025 keine Neuinvestments bzw. Aufstockungen mehr aufgenommen, die in den letzten 5 Geschäftsjahren negative Ergebnisse ausgewiesen haben.
6. Stufe (nur für den Fonds): In dieser Stufe werden Aktien von Unternehmen deselektiert, deren Übernahmen oder Delistings angekündigt sind oder bei denen es andere Anzeichen

---

<sup>143</sup> Dabei nutzen wir einen sogenannten Best-in-Universe Ansatz, d.h. die Scores müssen zu den jeweils Besten aller vom Anbieter gerateten Aktien gehören, unabhängig von Branchen, Ländern etc.. Die Skalierung der Scores von 0 bis 100 kann von unserem (wie von den meisten) Datenanbieter aber Segment- bzw. branchenspezifisch adjustiert werden. Faktisch nutzen wir einen Mindestscore von 50. Ende 2022 hatten laut Clarity.ai nur ca. 32% aller Aktien aggregiertes Best-in-Class ESG-Scores von 50 und Ende 2023 waren es ca. 40%. Für Best-in Universe Scores wurde uns die Verteilung nicht offen gelegt, aber unserer Analyse nach liegen Best-in-Universe Scores meistens nennenswert unter denen von Best-in-Class Scores.

<sup>144</sup> Grund für die Nutzung dieses Kriteriums: Hohe Verluste gelten als Indikator für mögliche (z.B. Nachhaltigkeits-)Probleme des Unternehmens. Dafür nutzen wir die Relation von niedrigstem zu höchstem Kurs in den letzten 12 Monate wenn der niedrigste Kurs zeitlich nach dem höchsten Kurs lag. Erklärung: Meistens wird das Kapitalmarktrisiko aber in Form von Volatilität gemessen. Davon halten wir konzeptionell wenig. Hohe Verluste schmerzen Anleger meist mehr als hohe Volatilitäten, die auch bei grundsätzlich steigenden Kursen auftreten können. Außerdem zeigt sich, dass Wertpapierrangordnungen nach „max. Loss“ sich kaum von volatilitätsabhängigen Rangordnungen unterscheiden (siehe Schuhmacher/Eling 2010).

dafür gibt, dass ihre Aktien sehr wahrscheinlich nur noch weniger als ein Jahr im Portfolio bleiben könnten.

7. Stufe ist das Ranking der verbliebenen Aktien (nur für den Fonds): Das Ranking erfolgt nach den SDG-Umsätzen (primäres Selektionskriterium<sup>145</sup>), anschließend nach dem Best-in-Universe-ESG-Score (aggregiert) und drittens nach dem Minimum der E, S und G Best-in-Universe Scores. Dabei soll 55 bei den E-, S- und G-Scores idealerweise nicht unterschritten werden. Beispiel: Aktien mit 100% SDG-Umsatz stehen im Ranking oben und werden nach ESG-Score gerankt (dabei soll der Minimum E, S und G Wert mindestens 55 betragen). Danach werden die Aktien mit 99% SDG-Umsatz aufgenommen etc.<sup>146</sup>.
8. Stufe Wettbewerbsausschluss (nur für den Fonds und nur für neue Investments): Direkte (Top 5) Wettbewerber im Kerngeschäft werden nicht zusätzlich in den Fonds aufgenommen<sup>147</sup>.
9. Stufe sind weitere Diversifikationsgrundsätze (nur für den Fonds): Sozial- oder ökologisch fokussierte Aktien sollen nach Anzahl nicht mehr als 2/3 des Fonds ausmachen.

Das Fondsportfolio soll 30 Aktien enthalten, um eine ausreichende Diversifikation zu ermöglichen. Die Eigenportfolio-Liste enthält typischerweise 50 bis maximal 150 Aktien, welche die hier genannten oder kundenindividuelle Kriterien erfüllen.

Statt fest definierter Aktienportfolios bzw. Indizes wird also neben dem Fonds ab 2025 nur noch eine (von Anlegern) individuell modifizierbare Eigenportfolio-Liste angeboten.

Die wichtigsten (Regel-)Änderungen<sup>148</sup> zum Vorjahr sind:

---

<sup>145</sup> Dabei wird auf ganze Prozente gerundet

<sup>146</sup> Erklärung: Bis einschliesslich 2023 mussten relativ viele Aktien im Fonds ausgetauscht werden, weil E-, S- oder G-Scores unter die Mindestschwelle von 50 gefallen waren. Diese Rankingregel soll den Turnover reduzieren. Bestandsaktien im Fondsportfolio werden bis zu einem BiU Soce von jeweils 45 toleriert.

<sup>147</sup> Bis 2024 wurden nur Wettbewerber aus dem gleichen Land ausgeschlossen, für die USA war sogar ein direkter Wettbewerber zulässig. Für die Wettbewerbsanalyse können KI-Tools genutzt werden (Prompt zum Beispiel: Du bist ein Investmentanalyst. Erstelle eine Liste der von XXX selbst genannten 5 wichtigsten Konkurrenten für dieses Unternehmen. Eine Quelle dafür kann der aktuellste Jahres- bzw. Geschäftsbericht des Unternehmen sein oder Berichte an die jeweilige Aufsichtsbehörde für das Unternehmen. Erstelle eine Liste der 5 wichtigsten Wettbewerber anhand von Informationen, die auch aus anderen professionellen Quellen stammen können). Sind .... und ... direkte Wettbewerber und was sind die Belege dafür? Bei welchen Produkten und in welchen Ländern sind ... und ... direkte Wettbewerber?

<sup>148</sup> Ziele der Regeländerungen sind höhere Nachhaltigkeit bei gleichzeitiger weiterer Vereinfachung und Vereinheitlichung der Regeln.

- Es werden nur noch Nachhaltigkeitsdaten eines Anbieters genutzt (Dieser Anbieter nutzt umfassend Künstliche Intelligenz und Fremddaten).
- Die Mindestanforderung an SDG-vereinbare Nettoumsätze wurde für den Fonds von 50% auf 90% erhöht.
- Die Ausschlüsse von direkten Wettbewerbern wurden für Neuinvestments verschärft, indem jetzt weltweit (statt bisher pro Land) nur noch ein Investment pro Segment zulässig ist.
- Für Nachrücker in den Fonds wird nur vor Aufstockungen geprüft, ob die maximal tolerierbaren Kursverluste der letzten 12 Monate von 50% eingehalten werden. Zusätzlich werden die Jahresergebnisse der letzten 5 Geschäftsjahre geprüft, die nicht alle negativ sein sollen.
- Die Rankingregeln wurden leicht angepasst.

Die Eigenportfolio-Liste unterscheiden sich danach vor allem so von dem Fondsportfolio:

- 50 bis 150 mögliche Aktien statt 30
- Medizinische Tierversuche, genetisch manipulierte Organismen und embryonale Stammzellenforschung werden nicht grundsätzlich ausgeschlossen. Dadurch sind einige Pharma-Unternehmen enthalten und die durchschnittliche Kapitalisierung ist höher (Mittelwert der Eigenportfolio-Liste ca. 25 Mrd. EUR statt ca. 5 Mrd. beim Fonds).
- Die Eigenportfolioliste für 2025 enthält Aktien mit SDG-Umsätzen ab 50% statt ab 90%
- Die Eigenportfolioliste enthält direkte Wettbewerber
- Nur für den Fonds werden sehr wenig liquide Investments ausgeschlossen und Investments mit Kursverlusten über 50% in den letzten 12 Monaten sowie Verlusten in den letzten fünf Geschäftsjahren

Die Titel im Fonds werden zum Portfoliostart und nach jedem Selektionszeitpunkt annähernd gleichgewichtet<sup>149</sup>. Unterjährig erfolgen bei der Eigenportfolioliste, anders als beim Fonds, nur

---

<sup>149</sup> Modellportfolios werden auf Gleichgewicht rebalanziert, Kundenspezifische Portfolios annähernd auf Gleichgewicht, FutureVest Equities Sustainable Development Goals R

Anpassungen, wenn diese aus technischen Gründen erforderlich sind<sup>150</sup>. D.h. wenn z.B. eine Aktie von der Börse genommen wird<sup>151</sup>, wird diese Aktie aus der Liste entfernt.

Aufgrund der breiten Basis von Unternehmen mit ESG-Daten und dem Fokus auf hohe SDG-relevante Umsätze („Pure Plays<sup>152</sup>“) finden sich viele Small- und Midcaps in den jeweiligen Listen.

Die Eigenportfolioliste ist unsere regelbasierte (=Index) Basis für individuelle konsequent nachhaltige Aktienportfolios. Sie kann zum Beispiel nach Ländern, Branchen, Kapitalisierungen und Nachhaltigkeits- oder anderen Kriterien sortiert werden, um die Basis für individuelle Umsetzungen in Depots, Spezialfonds, mit strukturierten Produkten etc. zu bilden.

Das Reporting für Eigenportfoliolisten erfolgt typischerweise über kooperierende Vermögensverwalter und kann sich voneinander unterscheiden.

Für Geschäftspartner und institutionelle Anleger kann ein individuelles Nachhaltigkeitsreporting geliefert werden und auch (ESG-) Stimmrechtsausübungen sind möglich. Auch andere bzw. weitere Nachhaltigkeits-Datenquellen können genutzt werden.

---

<sup>150</sup> Für Großanleger ist ein solcher Service möglich. Unsere ESG Aktien-Modellportfolios haben sich allerdings in fast allen Perioden sehr gut bewährt, deshalb gibt es u.E. keine zwingenden Risikogründe, (ESG-)Daten häufiger zu prüfen

<sup>151</sup> D.h. wenn die Aktie effektiv nicht mehr handelbar ist

<sup>152</sup> Die DVFA differenziert Pure Plays und Enabler, siehe DVFA 2013, S. 16. Mein Zielinvestments sind nach der Definition vorzugsweise Pure Plays und Pure Enabler: DVFA: „Pure Plays“: Unternehmen, die durch ihre Produkte und Dienstleistungen einen Impact generieren. - „Enablers“: Unternehmen, die Dritten helfen, ihren ökologischen und sozialen Fußabdruck zu verbessern oder nachhaltige Produkte und Dienstleistungen anzubieten“.

## Eigenportfolio-Regeln als Basis für individuelle Portfolios („Direct Indexing“)

1) Hauptsitz in Top 40% Ländern nach Rechtsstaatlichkeit

>35.000

2) E-, S- und G-Risiko-Score mind. 50/100 (BiU)

Ca.  
1600

3) 100% Ausschlüsse: Alkohol, Tabak, Glücksspiel, Erwachsenen-unterhaltung, Kohleabbau, fossile und nukleare Energieproduktion, Fleisch, Felle und Pelze, grausame und kosm. Tierversuche, Waffen, unethische Kredite

Ca.  
800

4) SDG-vereinbare Umsätze mind. 50% netto

Ca.  
160

## Eigenportfolioliste als Basis für individuelle Lösungen

Zulässig (anders als beim Fonds):

- + Medizinische Tierversuche, genetisch manipulierte Organismen und embryonale Stammzellenforschung (=> mehr Mid-/Largecaps)
- + Bermuda, Cayman, Chile, Israel, Jersey, Malaysia, Südkorea und Taiwan
- + Wenig liquide Aktien wie Kapsch und Zumtobel
- + Direkte Wettbewerber
- + Aktien mit Kursverlusten >50% in den letzten 12 Monaten

Eigenportfolio-Liste = Top 100 Aktien nach SDG –Umsatz (mind. 67%)

Das Reporting für Eigenportfoliolisten erfolgt über kooperierende Vermögensverwalter und kann sich voneinander unterscheiden

### 3.4. Investierbare ESG-Indizes bzw. Direct ESG Indexing (September 2017 bis Ende 2024)

Das Vorgehen der ESG-Aktienselektion kann auf weitere als auf die o.g. Marktsegmente angewendet werden. Daraus ist in 2017 auch das Konzept der investierbaren ESG-Indizes entstanden. Vereinfacht zusammengefasst werden alle Aktien, welche die Selektionskriterien für das globale ESG-Aktienportfolio erfüllen, zu einem globalen ESG Universum zusammengeführt. In 2017 wurde die Zahl der zulässigen Titel auf 200 beschränkt. Diese Zahl wurde Ende 2019 auf 400 erweitert, um die Unterindizes besser zu diversifizieren. Ende 2020 wurde dieses Limit ganz aufgehoben, so dass knapp 500 Aktien genutzt werden konnten. Anfang 2022 erfüllten etwas mehr als 600 Aktien alle Anforderungen, für 2023 waren es leicht über 500.

In 2017 wurden insgesamt 16 investierbare ESG Indizes gebildet. Das waren 6 Länder- bzw. Regionenindizes und neun Branchenindizes. Zunächst haben wir nur 5 Aktien für einen Index als Mindestgrenze definiert. Trotzdem gab es für 2019 nicht genug Aktien für den Deutschland- und für einen geplanten Ökoindex, die alle oben genannten Kriterien erfüllt haben<sup>153</sup>. Ende 2020 haben wir die erforderliche Mindestpositionsanzahl für Indizes auf 15 erhöht.

Grundsätzlich können die folgenden Branchenindizes angeboten werden: Basis- und Nicht-Basis-Konsumgüter, Finanzdienstleistungen, Gesundheit, Grundstoffe, Immobilien, Industrie, und Technologie. Hinzu kommen drei Themenindizes, deren Komponenten sich mit den Branchenindizes überschneiden können: Infrastruktur, SDG und Sozial.

Hinzu kommen acht Regionen- und Länderindizes: Asien-Pazifik, Nordamerika, Europa, Euroland, UK, Schweiz und Deutschland.

Auf dieser Basis können weitere ESG Portfolios gebildet werden. Z.B. können Länder- und Branchenselektion von Anlegern miteinander kombiniert werden und einzelne Titel können ausgeschlossen werden (Direct oder Custom Indexing).

Wie die reinen ESG-Portfolios auch wird dieser Service ab 2024 nicht mehr aktiv angeboten.

---

<sup>153</sup> Vor Ende 2020 gab es für die Infrastruktur, Immobilien und Deutschlandportfolios leicht gelockerte Regeln, um eine ausreichende Diversifikation zu erreichen.

### 3.5. Hintergrund zum Global Equities ESG SDG Index (ab 2027) und den ESG SDG Portfolios

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“ 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<sup>154</sup>.

Vor allem soziale Venture Capital Investments (Eigenkapital für Startups) bzw. Projektfinanzierungen werden oft als Impact oder Mission Investments bezeichnet, also als Investments, die einen positiven sozialen aber oft auch ökologischen Beitrag liefern sollen. Viele der so finanzierten Projekte bzw. Unternehmen werden ökonomisch nicht erfolgreich und selbst bei erfolgreichen Projekten kann oft viel Zeit bis zu den ersten nennenswerten Kapitalrückflüssen an Anleger vergehen, da meist viel Aufwand für Aufklärung/Marketing betrieben werden muss. Das sind Umstände, die für traditionelle Kreditfinanzierungen oder Eigenkapitalinvestments oft nicht attraktiv sind<sup>155</sup>.

In der Reinform sind drei Arten von Investments zu unterscheiden:

- Traditionelle, primär gewinnorientierte Investments
- ESG Investments, die neben Gewinnzielen auch ESG-Ziele verfolgen
- Impact Investments ohne primäres Gewinnziel, die positiven „Impact“ ohne Kapitalverluste erreichen wollen

Davon abzugrenzen sind Spenden/Schenkungen, die keine Investments bzw. Kapitalanlagen sind.

Wir haben 2016 zunächst nur traditionelle und ESG Investments angeboten, wobei die ESG Investments die gleichen Gewinnziele haben wie traditionelle Investments. Die ESG Investments nennen wir „PureESG“, weil die Aktienselektion (fast) nur anhand von ESG-Kriterien erfolgt und „ökonomische“ Kriterien (bis auf maximale Verluste) keine Rolle spielen.

---

<sup>154</sup> Zu Nachhaltigkeitsdefinitionen siehe auch Kapitel 6

<sup>155</sup> Siehe auch Wendt (2017), S. 7

Die meisten sogenannten ESG Angebote am Markt nutzen vor allem ökonomische Kriterien zur Aktienselektion und zusätzlich einen oder mehrere ESG-Ausschlüsse und ggf. noch Best-In-Class Ansätze. Wir nutzen E, S und G-Scores, deren Berechnung sich nach Branchen unterscheiden kann. Für die Aktienselektion gelten jedoch für alle Unternehmen dieselben Mindestvoraussetzungen, um in die Portfolios aufgenommen zu werden (idealerweise „Best-in Universe“).

Zusätzlich bieten wir seit Ende 2017 gewinnorientierte ESG- bzw. SDG Anlagen an. Dabei haben wir einen pragmatischen Ansatz, der darin besteht, aus traditionellen liquiden Aktien diejenigen traditionellen börsennotierten Aktiengesellschaften zu identifizieren, die einerseits strengen ESG Kriterien entsprechen und andererseits auch gut mit den Nachhaltigen Entwicklungszielen der Vereinten Nationen (SDG) vereinbar sind.

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

Im Idealfall haben Impact Investments das Ziel, „Bedürftige“ zu unterstützen. Dabei sollten Services/Produkte angeboten werden, die von diesen bezahlbar sind. Zusätzlich sollen Services/Produkte angeboten werden, die „der Markt“ normalerweise nicht anbietet. Liquide (also meist große) börsennotierte Unternehmen sind jedoch „normale“ Kapitalmarktteilnehmer. Deshalb ist eine Selektion solcher Unternehmen für einen SDG Index nicht perfekt.

Während einige der o.g. Ziele vielleicht durch gute Erfüllung von einigen ESG-Anforderungen (z.B. gender equality, decent work and economic growth, innovation, responsible production) erreicht werden können, ist das bei anderen SDG-Bereichen kaum mit börsennotierten Aktiengesellschaften zu erreichen.

Eine Analyse der besten liquiden ESG-Aktien führte uns 2017 zur Identifikation folgender Branchen, die grundsätzlich zu positivem Impact führen können:

- Gesundheitsförderung: Aktien aus dem Bereich Gesundheit haben typischerweise einen hohen Anteil am SDG Index. Gesundheitsaktien unterscheiden sich dabei teils erheblich je nach Gesundheitssegment wie Biotechnologie, Pharmazie, Ausrüstungen, Technologie, Krankenhäusern, Pflegeheimen, und diversen anderen Serviceunternehmen wie Endkunden- und B2B-Vertrieb, die teilweise zudem auf bestimmte Krankheiten bzw. Zielgruppen spezialisiert sind.
- Umweltförderung: Erneuerbare Energien und relevante (elektrische) Infrastruktur, (monopolartige) öffentliche Transportangebote, v.a. Schienenverkehr (nicht jedoch private

Fluggesellschaften), Forstwirtschaft, Wasserver- und -entsorger und Recyclingunternehmen sowie auch auf die jeweiligen Segmente fokussierte Technologie- oder Servicelieferanten

- Sonstige wie Telekommunikations-Infrastruktur (ab Anfang 2020)<sup>156</sup> und IT-Infrastruktur (ab Ende 2020), Wohnimmobilien- und Arbeitsvermittlungsunternehmen und auch auf die jeweiligen Segmente fokussierte Technologielieferanten bzw. Dienstleister.

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

Während die SDG Portfolios zuerst die Top 30 Aktien nach Governancescorings beinhalteten, umfasste der SDG Index in 2020 insgesamt 70 Aktien, 2021 59, 99 in 2022 und 73 in 2023.

Ende 2023 wurde die Selektion auf SDG-Umsatzanteile (zunächst mindestens 50% netto) umgestellt. Für 2025 umfasst der „Nachfolger“, nämlich die Eigenportfolioliste, 164 Aktien, die alle unsere ESG SDG Anforderungen erfüllen.

Alle bisher angebotenen SDG-Portfolios basieren auf dem Ende 2017 eingeführten SDG-Index. Sie enthalten die jeweils besten 30 Aktien nach Governance-Score (bis 2023) bzw. Mindest E, S und G-Score (ab Ende 2023)<sup>157</sup>. Für die Signalgenerierung des Global Equities ESG SDG Trend Portfolios wurde der 40 Tagedurchschnitt eines Weltaktien ETFs genutzt. Wenn das Kauf- oder Verkaufssignal am Folgetag bestätigt wird, werden alle Aktien im Portfolio ge- oder verkauft.

In den folgenden Grafiken sind die Entwicklungen ausgewählter Portfolios des Jahres 2024 von ihrem jeweiligen Start bis zum Ende unserer Datenbezugsperiode zu sehen:

---

<sup>156</sup> Grund: Die Nutzung von Telekommunikation kann Kommunikation generell verbessern, kollaborative und Heimarbeit fördern, Arbeitsbedingungen verbessern, Transportkosten verringern etc.. Privatwirtschaftliche Telekommunikationsdienstleister ohne Infrastrukturangebot werden ausgeklammert, weil viele von ihnen nicht nötig sind, um Telekommunikation zu ermöglichen

<sup>157</sup> Zu den Portfolios für 2022 und 2021 siehe [Artikel 9 Fonds: Sind 50% Turnover ok? – Responsible Investment Research Blog \(prof-soehnholz.com\)](#) und [Mein Artikel 9 Fonds: Noch nachhaltigere Regeln – Responsible Investment Research Blog \(prof-soehnholz.com\)](#). Allerdings gelten für den Fonds noch zusätzliche Regeln in Bezug auf Umsetzbarkeit und in 2022 sind im Fonds zusätzlich Genetisch manipulierte Organismen und alle Tierversuche ausgeschlossen, das dazu führt, das – anders als im Index und im Portfolio – im Fonds kaum noch Pharma- und Biotechnologieunternehmen vertreten sind.



Global Equities ESG SDG

Global Equities ESG SDG Trend

ESG ETF-Portfolio

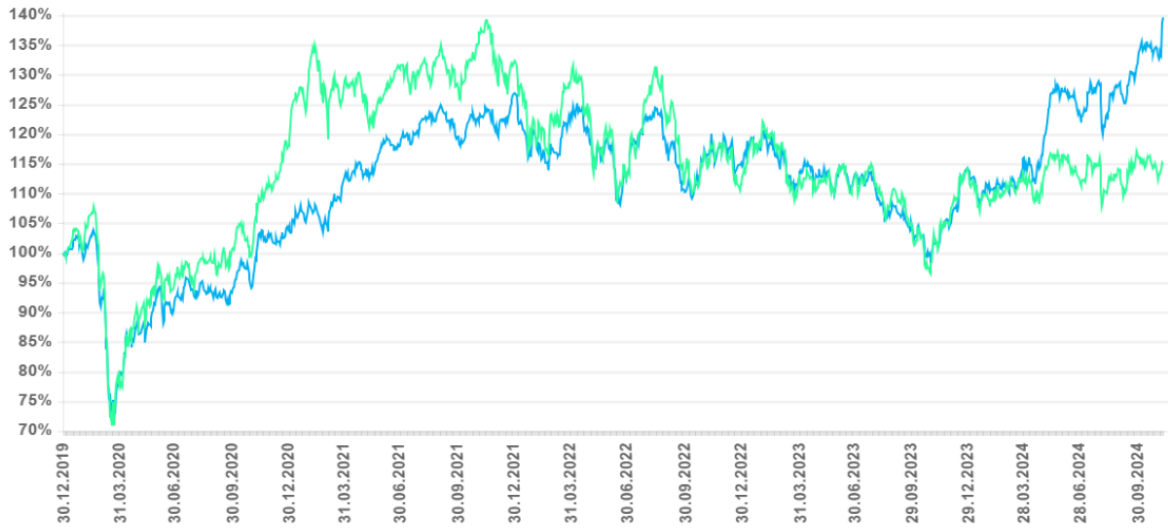
ESG ETF-Portfolio ex Bonds

ESG ETF-Portfolio Bonds (EUR)

SDG ETF-Portfolio

SDG ETF-Portfolio Trend

Weltmarkt ETF-Portfolio Basis



Global Equities ESG SDG

Global Equities ESG SDG Trend

ESG ETF-Portfolio

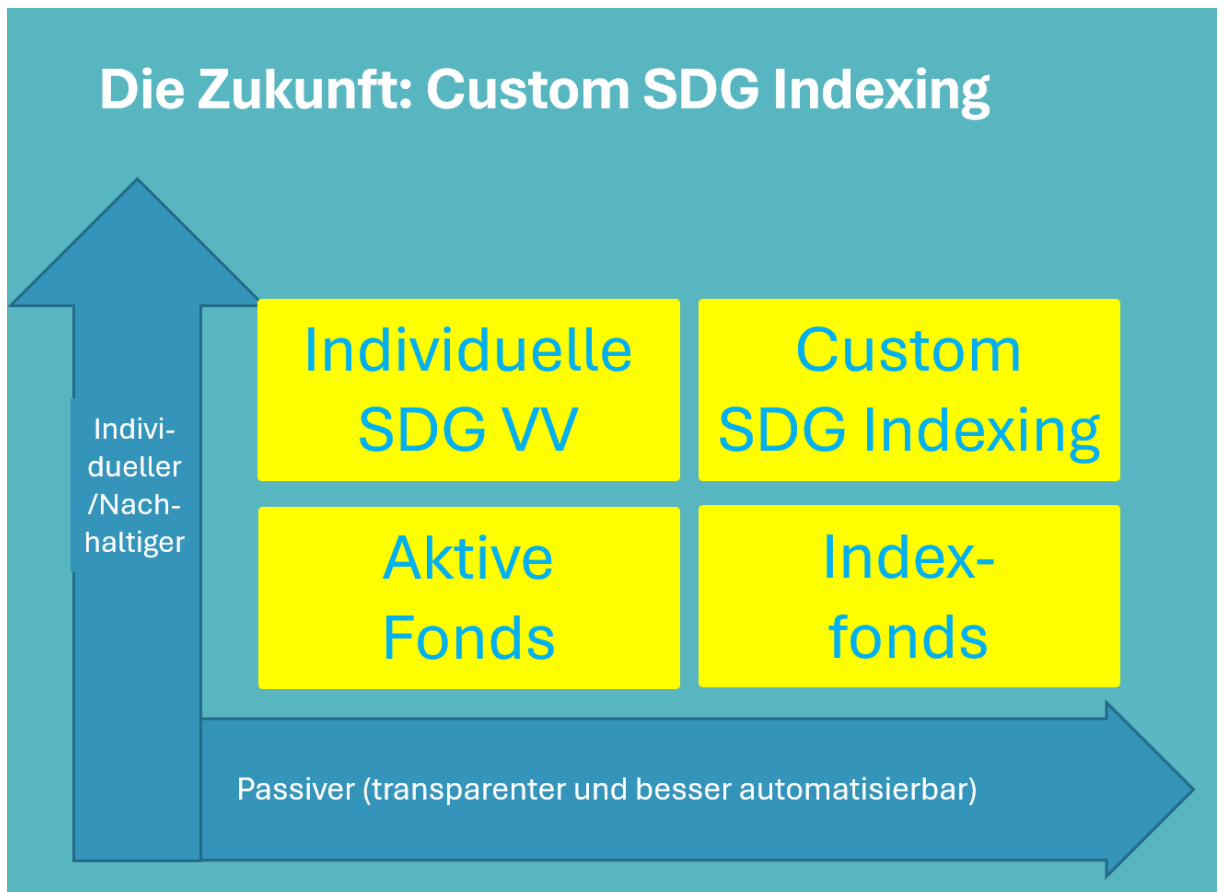
ESG ETF-Portfolio ex Bonds

ESG ETF-Portfolio Bonds (EUR)

SDG ETF-Portfolio

SDG ETF-Portfolio Trend

Weltmarkt ETF-Portfolio Basis



#### 4. Der FutureVest Equity Sustainable Development Goals Fonds

Mitte August 2021 wurde in Zusammenarbeit mit der Deutschen Wertpapiertreuhand der FutureVest Equity Sustainable Development Goals Fonds gestartet, der von der Monega Kapitalanlagegesellschaft mbH verwaltet wird (DE000A2P37T6, WKN A2P37T). Der Fonds ist ein globaler Aktienfonds mit Fokus auf Small- und Midcaps.

# Portfolio

SDG 3:  
Gesundheit

SDG 6/7:  
Energie &  
Wasser

SDG 9/11:  
Infrastruktur  
&  
nachhaltige  
Städte

Stand: Januar 2025

Medizin- diagnose (AU)	Krankenhaus- services (US)
Labortechnik (SE)	Medizingeräte Grüner Star (US)
Medizinische Bilder (J)	Orthopädie Implantate (CH)
Radiologie- software (AU)	Dental- Vertrieb (US)
Gesundheits- software (D)	Gesundheits- services (FI)
Krebs- Vorsorge (US)	<b>Diabetes- Spezialist (US)</b>
Krebs-Strahlen- therapie (SE)	Krankenhäuser (AU)
Biolog. Arznei- services (US)	Apotheken (CH)
Transplanta- tionsserv. (SE)	<b>Gesundheits- technik (DE)</b>
Hörgeräte (AU)	Medizinprodukt- Handel (US)

Sozialfokus

	Profi- Messgeräte (US)
	Wassermess- geräte (US)
	Energie- managemgt (CH)
	Windenergie- anlagen (D)
Schienen- fahrzeuge (ES)	Solartechnik (US)
Omnibus- herstell. (CAN)	Solarstrom (NO)
Öffentlicher Transport (SG)	<b>Grüne Energie- Finanzierung (US)</b>

Ökologischer Fokus

## Beispiel: FutureVest Equity SDG Regeln

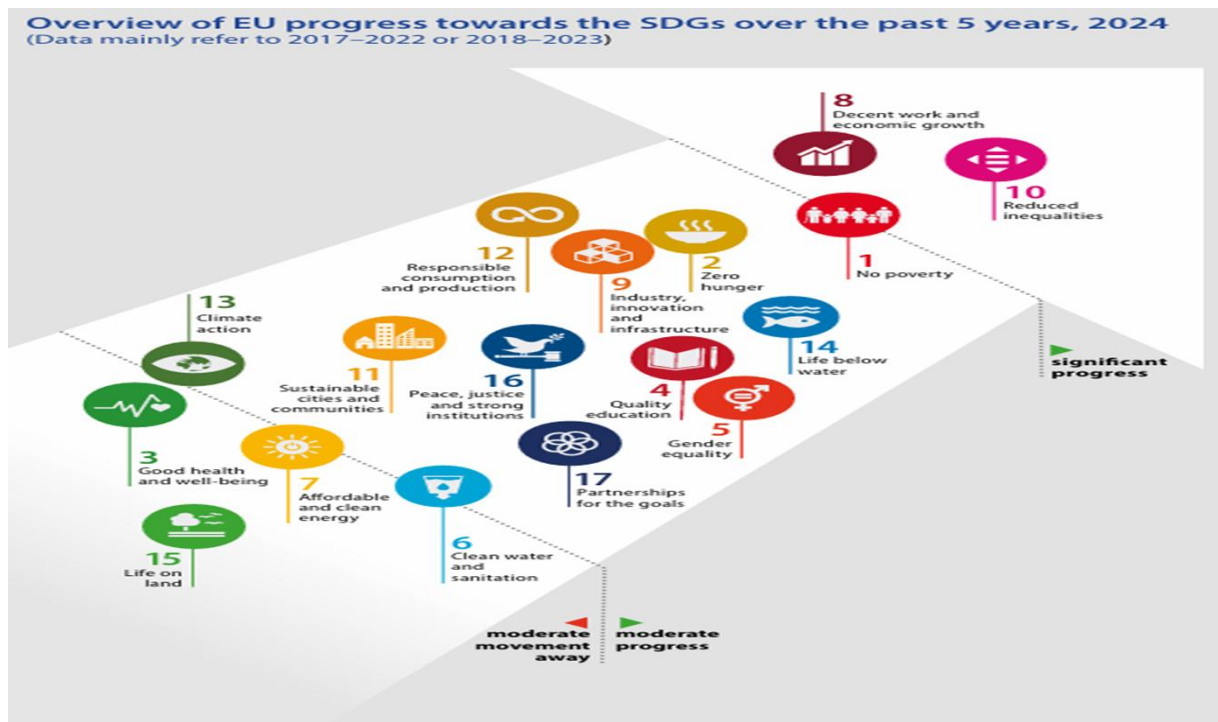
1) Hauptsitz in Top 40% Ländern nach Rechtsstaatlichkeit	>35.000
2) E-, S- und G-Risiko-Score mind. 50/100 (BiU)	Ca. 1600
3) 100% Ausschlüsse: Alkohol, Tabak, Glücksspiel, Erwachsenenunterhaltung, Kohleabbau, fossile und nukleare Energieproduktion, GMO, Fleisch, Felle und Pelze, Tierversuche, embryonale Stammzellenforschung, Waffen, unethische Kredite	Ca. 800
4) SDG-vereinbare Umsätze mind. 90% netto	Ca. 80
5) 12-Monats-Kursverlust max. 50% und Handelbarkeit OK	30
6) Shareholder Engagement mit allen Unternehmen (Ziel)	

Die 30 für den Fonds selektierten Aktien werden regelmäßig in Bezug auf diese Kriterien überprüft und typischerweise ein Mal pro wieder annähernd gleichgewichtet<sup>158</sup>. Bei Unterschreiten von bestimmten Mindestscores im Laufe des jeweiligen Jahres werden ebenfalls aus einer Nachrückerliste Ersatztitel für den Fonds bestimmt. Die Aktien der Nachrückerliste müssen dieselben Anforderungen erfüllen wie die Aktien im Fonds. Sie haben zum Selektionszeitpunkt aber ein etwas geringeres ESG-Scoring oder SDG-Umsätze als die für den Fonds selektierten Aktien.

Die folgende Abbildung illustriert, dass der Fonds vor allem in solche SDGs investiert ist, bei denen noch viel Fortschritt nötig ist.

---

<sup>158</sup> Unter Berücksichtigung von Kosten für Transaktionen werden annähernde Gleichgewichtungen zu Jahresbeginn angestrebt



Insgesamt wurden für 2022 und auch für 2023 etwa die Hälfte der Aktien im Fonds ausgetauscht<sup>159</sup>. Dafür gibt es mehrere Gründe: So wurden für 2022 Aktien aus Südafrika und für 2023 Aktien aus Italien aus dem Fonds genommen, weil diese Länder nicht mehr zu den jeweils 40% besten nach Rule-of-Law gehörten. Einige Aktien haben die E, S oder G Scores eines der beiden genutzten Scoringanbieter nicht mehr erfüllt. Für andere Aktien wurde Ersatz mit nennenswert besserem Scores gefunden. Weil die Ausschlusskriterien verschärft wurden, mussten weitere Aktien ersetzt werden (ab 2022 0% Toleranzgrenze für alle Aktivitäten eingeführt und – nur für den Fonds – ab 2023 auch GMO und alle Tierversuche ausgeschlossen). Weitere Aktien wurden verkauft, weil sie zu den 25% aller aus Nachhaltigkeitskriterien zulässigen Aktien mit den höchsten Verlusten gehörten.

<sup>159</sup> Vgl. [Artikel 9 Fonds: Sind 50% Turnover ok? – Responsible Investment Research Blog \(prof-soehnholz.com\)](#) und [Mein Artikel 9 Fonds: Noch nachhaltigere Regeln - Responsible Investment Research Blog \(prof-soehnholz.com\)](#)

## FutureVest: Viele (ESG) Divestments

Vom Fondsstart bis 9/2024:	60, davon
- 2022	30
- 2023	21
- 2024	9
- unterjährig	20 %
- Sozialscore	30 %
- Kritische Aktivitäten	23 % (v.a. Ende 2022 Gentechnik und Tierversuche Ende )
- SDG-Vereinbarkeit	15 % (v. a. 2024)
- Umweltscore	12 %
- Länderausschluss	8 % (v.a. 2022/23)
- Übernahme	7 %
- Kursverlust	5 %
- Governancescore	0 %

Nähere Informationen zum Sondervermögen sowie die aktuellen gesetzlichen Verkaufsunterlagen, die auch die allein maßgeblichen Anlagebedingungen enthalten, sind über [www.futurevest.fund](http://www.futurevest.fund) erhältlich.

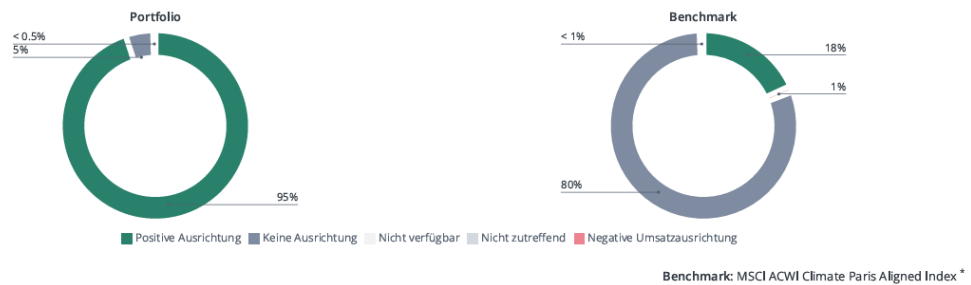
Beispielreports:

## Un Sustainable Development Goals Umsatzausrichtung

In diesem Bericht wird die Ausrichtung der Produkt- und Dienstleistungsumsätze jedes Unternehmens analysiert, indem der Beitrag zu jedem der 15 UN-Ziele für nachhaltige Entwicklung (SDGs) bewertet wird, die für Investoren relevant und anwendbar sind.

### Gesamt-Gewichtetes Portfolio Alignment

Der Gesamtprozentsatz des Portfolio Alignments ist eine Aggregation des Alignments der zugrundeliegenden Unternehmen basierend auf ihrer Portfolio Gewichtung.



## ESG-Risiko Report

Dieser Bericht analysiert den ESG-Score von FutureVest Fund am 25. Februar 2025. Er zeigt alle ESG-Ergebnisse für das ESG Risk Industry Consensus All Companies Scoring-Profil und Ihr ausgewähltes Scoring-Profil 250102 BEst in Universe (25 & low). Bandbreite von 1 (am schlechtesten) bis 100 (am besten).

### Überblick

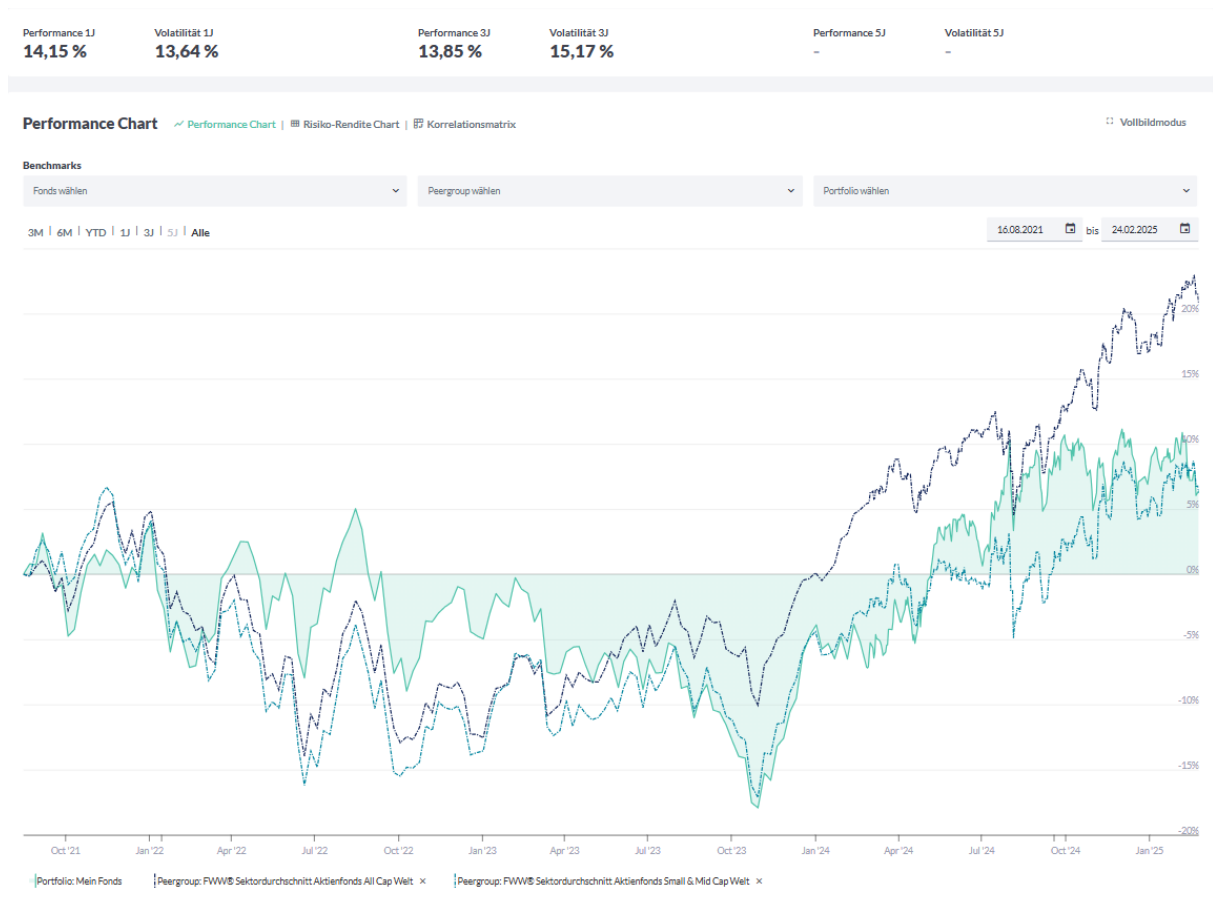
Die ESG-Scores bewerten die finanzielle Wesentlichkeit einer Vielzahl von Themen im Zusammenhang mit der Unternehmenstätigkeit der Organisationen. Der Score eines Unternehmens wird aus dem Durchschnitt der Umwelt-, Sozial und Governance-Scores berechnet, die auf Grundlage des ausgewählten Bewertungsprofils gewichtet wurden.

Die Scores werden mit 30 aus 30 Organisationen berechnet. Nur Organisationen mit mindestens 25% Datenrelevanz sind in der Berechnung der Total-Scores enthalten. Bei der Best-in-Class Methode wird der Score jedes Unternehmens berechnet, indem es mit seinen Branchen-Peers verglichen wird. Andererseits wird in der Entire Universe Methode der Score jedes Unternehmens berechnet, indem es mit allen Unternehmen verglichen wird, die Clarity AI in allen Branchen zur Verfügung stehen.



Benchmark: MSCI ACWI Climate Paris Aligned Index\*

Die Performance des Fonds kann man in zahlreichen öffentlichen Datenbanken nachprüfen, hier zum Beispiel in Relation zu überwiegend traditionellen aktiv gemanagten globalen Aktienfonds und globalen Small-Caps Aktienfonds.



Quelle: Capinside vom 26.2.2025

## FutureVest Equity SDG Besonderheiten

1. Einer von wenigen regelbasierten globalen Small-Cap-Fonds
2. Viele strenge Ausschlüsse
3. Hohe separate Best-in-Universe E/S/G-Anforderungen
4. **Besonders hoher SDG-Umsatzanteil**
5. Sehr umfassendes Shareholder-Engagement
6. Sehr hohe „Active Share“, d.h. kaum Überlappungen mit anderen Fonds

= Mit Abstand nachhaltigster Fonds am deutschen Markt (plus Small-Cap Outperformance)

### 5. Portfolios aus klassischen Investmentfonds mit hohen SDG-Vereinbarkeiten (ab 2025)

Anfang 2025 haben wir ein Portfolio mit dem Ziel erstellt, eine breite Diversifikation mit möglichst hoher SDG-Vereinbarkeit zu erzielen. Das Portfolio ist grundsätzlich in einer Retail- und einer institutionellen Variante erhältlich. Für einige Kunden stellen wir zudem ESG-Fondsportfolios zusammen.

# Fonds-Selektionsregeln 2025

## Alle Fonds:

- UCITs
- Zum öffentlichen Vertrieb in Deutschland zugelassen
- Nicht währungsgesichert (Ausnahme „konservativ“)
- Thesaurierungs-Präferenz
- Mindestallokation 7,5%
- Aggregierter ESG-Score (Best-in-Universe) > 50
- Share Action Voting Matters Score > 50
- SDG Netto-Umsatz (aktivitätsbasiert) > 25%

## SDG-Fonds

- SDG Netto-Umsatz (aktivitätsbasiert) > 50%
- Regionale Diversifikationspräferenz (Ausnahme Opportunitäten)

Vor allem der Diversifikationsanspruch unterscheidet dieses Portfolio von den überwiegend auf Small- und Mid-Caps fokussierten Eigenportfolios und dem FutureVest Equities Sustainable Development Goals Fonds.

Die im Januar 2025 durchgeführte Analyse auf Basis von Daten von Clarity.ai<sup>160</sup> ergab Folgendes: Die Datenbasis umfasst knapp fünfhunderttausend Fondstranchen. Davon sind 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

---

<sup>160</sup> zu einer unvollständigen Analyse siehe [Impactfonds im Nachhaltigkeitsvergleich](#) vom 25.6.2024 und zwei aktuelle Beiträge vom 4.3.2025 auf [www.prof-soehholz.com](http://www.prof-soehholz.com): [Hohe SDG Umsätze? Nur wenige Investmentfonds!](#) und vom 18.2.2025 [SDG-Umsätze: Die wichtigste Nachhaltigkeitskennzahl](#)

(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 knapp über 100 Fonds erreichen 70 und mehr und der Median der ungefähr 2.000 Fonds liegt bei 48,5 (Mittelwert 51).

Das neue SDG Fondsportfolio enthält 4 Kern-Fonds, von denen die zwei Mid- bzw. Largecap-Fonds sich sehr ähnlich sind. Zur Diversifikation werden zwei asiatische Fonds beigemischt, weil Asien in den vier Kernfonds kaum vertreten ist.

Zum Vergleich: Für das SDG ETF-Portfolio 2025 nutze ich 12 (Themen-) ETFs mit einer SDG-Umsatzvereinbarkeit von insgesamt knapp 80%. Bei dem in Bezug auf die zugrunde liegenden Wertpapiere stärker diversifizierten Portfolio aus aktiv gemanagten Fonds sind es insgesamt ungefähr 70% SDG-Vereinbarkeit.

Ein für einen Kunden entwickeltes und auf besonders gute ESG-Scores statt auf SDG fokussiertes Portfolio aus aktiven Fonds erreicht dagegen nur etwas über 40% SDG-Vereinbarkeit und die entsprechenden ESG ETF-Portfolios liegen sogar nur bei etwa 10%.

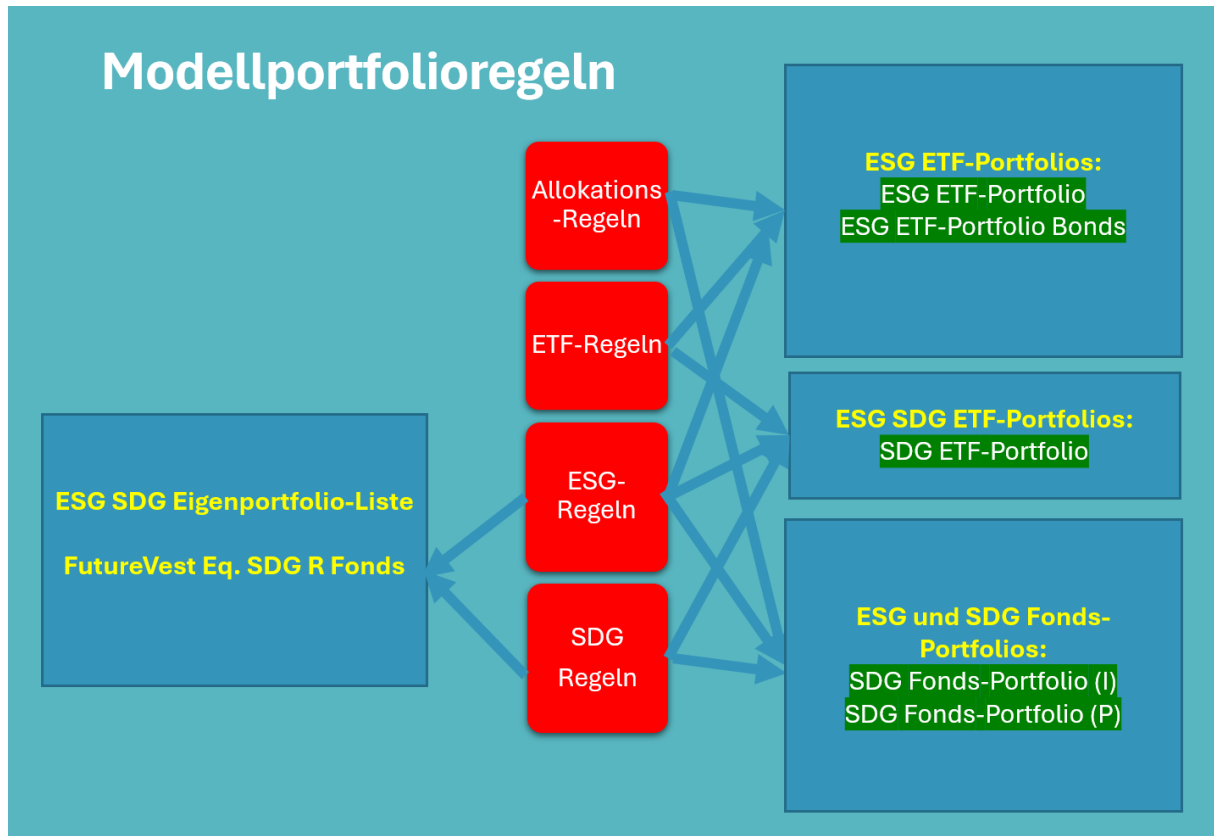
Die ESG-Scores der unterschiedlichen Portfolios, auch die der SDG-Portfolios, liegen dagegen wesentlich näher zusammen.

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 beiden Portfolios unterscheiden sich fast nur in ihren Kosten. Das erste besteht vor allem aus institutionellen Anteilsklassen, das zweite dagegen vor allem aus Anteilsklassen für Privatanleger.

## 6. Portfolioüberblick und Veränderungssystematik

### 6.1. Portfolio(regel)überblick

Die folgende Abbildung zeigt, welche Regelemente auf welche Portfolios angewendet werden:



Die nächste Abbildung zeigt einige Kennzahlen für die unterschiedlichen Portfolios:

Portfolios	Aktionanteil		Wertpapiere				CO2 Intensität	Kritische	Kritische	Shareholder
	(ca.)	Positionen	(Indirekt)	SDG-Umsät	ESG-BIU	(1+2)	Unternehm	Aktivitäten	Engagemen	
FutureVest Equity SDG R Fonds	100%	1	30	99%	70	23	3%	2	Ja	
SDG ETF-Portfolio	100%	12	568	78%	60	156	46%	36		
SDG Fondsportfolio Aktien	100%	6	207	71%	65	55	43%	36	T.w.	
ESG ETF-Portfolio ex Bonds	100%	4	299	11%	66	24	45%	41		
ESG ETF-Portfolio	60%	7	743	8%	63	38	51%	46		
ESG ETF-Portfolio Bonds (MW)	0%	7	773	5%	57	88	53%	48		
Vergleich: Weltaktien ETF (trad., alle Länder)	100%	1	1822	6%	63	127	60%	52		

Datenquelle ist Clarity.ai vom 16.3.2025. Diese 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.
- Wertpapiere sind die Zahl von in den Portfolios enthaltenen unterschiedlichen Wertpapieren (Aktien und Anleihen).
- SDG-Umsätze werden aktivitätsbasiert betrachtet und netto ausgewiesen (vgl. Abschnitt zu SDG-Umsätzen in diesem Buch). Sie sind eine Indikation dafür, wie gut ein Portfolio mit den SDG vereinbar ist.
- ESG-BiU steht für Best-in-Universe ESG-Scores (vgl. Abschnitt zu ESG-Scores in diesem Buch). Höhere Scores sind eine Indikation für geringere ESG-Risiken. Das mir bekannte Maximum für Fonds ist 72.
- CO<sub>2</sub>-Intensität gibt die gewichtete durchschnittliche Kohlenstoffintensität in Tonnen CO<sub>2</sub>e 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](http://www.futurevest.fund) und [241203 Nachhaltigkeitsinvestmentpolitik der Soehholz Asset Management GmbH.pdf](#).
- Shareholder Engagement wird typischerweise nur für aktive Fonds in nennenswertem Umfang betrieben und nicht von ETF-Anbietern.

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

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

Grundsätzlich sollte jeder qualifizierte Anlageberater und Vermögensverwalter mit Hilfe der Informationen auf unserer Webseite in der Lage sein, eine gute Beratung zu allen unseren Portfolios zu liefern.

Portfolio-Kurzbeschreibungen:

ESG ETF-Portfolio	Das ESG ETF-Portfolio hat eine passive Weltmarktallokation, die mit möglichst streng nachhaltigen physischen ESG bzw. SRI ( <b>Environmental, Social, Governance bzw. Socially Responsible Investment</b> ) ETFs umgesetzt wird. Mit dem Portfolio wird die geschätzte Verteilung der Kapitalanlagen aller Anleger weltweit mit wenigen ETFs nachgebildet. Statt Staatsanleihen werden Anleihen von multinationalen Entwicklungsbanken genutzt.
ESG ETF-Portfolio Bonds	Das ESG ETF-Portfolio Bonds (Multiwährung) basiert auf dem „gemischten“ ESG ETF-Portfolio, nutzt aber nur Anleihe ETFs und - anders als das gemischte Portfolio - auch kurzlaufende und High Yield Anleihe-ETFs.
SDG ETF-Portfolio	Das SDG ETF-Portfolio nutzt physische Themen-ETFs, die möglichst kompatibel mit den <b>nachhaltigen Entwicklungszielen der Vereinten Nationen</b> (SDG) sind. Es werden mehrere SDG wie Gesundheitsförderung und erneuerbare Energien angestrebt und es wird auf geringe Überschneidungen geachtet. Alle ETFs werden anfangs gleichgewichtet.
SDG Fondsportfolio Aktien	Das SDG Fondsportfolio Aktien nutzt Aktienfonds, die möglichst gut mit den SDG vereinbar sind Dabei wird in auf eine geringe Überschneidung zwischen den Portfolios geachtet (Ausnahmen aus Allokationsgründen z.B. für Large-Caps sind möglich) und auf hohe ESG-Scores (Best-in-Universe).
Eigenportfolioliste	Das Portfolio besteht aus 30 internationalen Large- und Midcap-Aktien, die regelbasiert nach strengen Ausschlüssen und vor allem nach Umwelt- und Sozial- und Unternehmensführungsanforderungen (ESG) selektiert und einmal jährlich gleich gewichtet werden. Zusätzlich dürfen sie nur zu Segmenten mit potenziell positivem Impact wie Gesundheit, erneuerbaren Energien, Recycling, Schienen- und Telekommunikationsinfrastruktur gehören (vgl. Das Soehholz ESG und SDG Buch Kapitel 3.9).

Die folgenden Tabellen zeigen die Allokation zum jeweiligen Portfolio-Neustart Anfang 2025:

Portfolio	Segment	Alokation
Weltmarkt ETF-Portfolio Basis	Aktien Large Caps USA	25,00%
	Aktien Large Caps Europa	15,00%
	Small Caps Welt inkl. Private Equity	7,50%
	Unternehmensanleihen USA	10,00%
	Unternehmensanleihen Welt ex-USA	10,00%
	Staatsanleihen mittlere Laufzeit USA	14,00%
	Staatsanleihen mittlere Laufzeit Europa	6,00%
	Immobilien Welt	12,50%
SDG ETF-Portfolio	Clean Water	8,33%
	Hydrogen	8,33%
	MedTech	8,33%
	Clean Energy	8,33%
	Pharma Breakthrough	8,33%
	Bionic Engineering	8,33%
	Circular Economy	8,33%
	Healthcare Breakthrough	8,33%
	CleanTech	8,33%
	Healthcare Allgemein	8,33%
	Infrastructure	8,33%
	SDG Allgemein	8,33%
	ESG ETF-Portfolio	Aktien USA
Aktien Europa		15,00%
Private Equity Welt		7,50%
Unternehmensanleihen USA		10,00%
Unternehmensanleihen Welt (zuvor: Welt ex-USA)		10,00%
Staatsanleihen Welt		20,00%
Immobilien Welt		12,50%
ESG ETF-Portfolio ex Bonds	Aktien USA	41,67%
	Aktien Europa	25,00%
	Private Equity Welt	12,50%
	Immobilien Welt	20,83%
ESG ETF-Portfolio Bonds Multiwährung	Staatsanleihen Welt	50,00%
	Investment Grade Europa (bzw. Welt ex-USA) kurz	8,33%
	Investment Grade Europa (bzw. Welt ex-USA) mittel	8,33%
	High Yield Europa (bzw. Welt ex-USA)	8,33%
	Investment Grade USA kurz	8,33%
	Investment Grade USA mittel	8,33%
	High Yield USA	8,33%
SDG Fondsportfolio Aktien	Globale Smallcaps	20%
	Globale Small/Midcaps	20%
	Globale Mid-/Largecaps	20%
	Globale Mid-/Largecaps	20%
	Nordics/Opportunitäten Mid	10%
	Asien/Opportunitäten Mid	10,00%

Sönnholz ESG-Angebote im Vergleich			
	FutureVest Fonds	ETF-und Fonds-Modellportfolios	Individualisierbare Eigen-Portfolios
<b>Zielkunden</b>	Alle	Alle	Großkunden und Execution-Only
<b>Investmentphilosophie</b>	Regelbasiert	Regelbasiert	Regelbasiert
<b>Ausschlüsse</b>	Sehr umfassend inkl. Tierversuche und genetisch manipulierte Organismen (GMO)	Anbieterabhängig werden meist 5% mit unerwünschten Aktivitäten zuelassen	Sehr umfassend (Tierversuche und GMO sind nicht generell ausgeschlossen)
<b>ESG Selektionsdetails</b>	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
<b>Impact- bzw. SDG Ansatz</b>	SDG-Umsätze >90%	Für SDG-Portfolios SDG-Umsätze >50%	SDG-Umsätze >50%
<b>Titelanzahl</b>	30	Portfolioabhängig 200 bis 800	Individuell bis max. 100
<b>Titelgewichtung</b>	Jährlich gleichgewichtet	ESG jährlich kapitalgewichtet, SDG gleichgewichtet	Individuell
<b>Unterjährige Rebalanzierungen</b>	Anleger-Kapitalflussabhängig antizyklisch	Keine	Individuell
<b>Abweichungen zu Standardindizes</b>	Sehr hoch	ESG moderat, SDG sehr hoch	Sehr hoch
<b>Stimmrechtsausübungen</b>	Keine	T.w. durch Produkthanbieter	Individuell
<b>Engagement</b>	Sehr umfassend	T.w. durch Produkthanbieter	Individuell
<b>Mindestinvestment</b>	EUR 50	Meist relativ gering (Vermögensverwalterabhängig)	Meist relativ hoch (Vermögensverwalterabhängig)

## 6.2. Vorbemerkungen zu systematischen Portfolioveränderungen im Zeitverlauf

Wir liefern Modellportfolios an Berater oder Vermögensverwalter, nicht an private Endkunden. Es gibt deshalb auch keine Veränderungen von Bestandsportfolios (= Anlegerportfolios) durch uns, denn wir haben keine Informationen über die Depots von Anlegern. Aus diesem Grund und aufgrund von regulatorischen Einschränkungen werden auch keine konkreten Handlungsempfehlungen von uns abgegeben. Für gute konkrete Handlungsempfehlungen sind unter anderem Informationen über das im Portfolio angelegte Volumen, individuelle Anlageziele und -strategien (z.B. Sparpläne) und die Handels- bzw. Umsetzungskosten im jeweiligen Depot erforderlich. Diese können je nach Depot teilweise erheblich voneinander abweichen. Bestandsanleger können aber über ihre Berater bzw. Verwalter Informationen unserer Modellportfolioänderungen erhalten.

Eine jederzeitige Nachbildung aller Änderungen der Neuanlageportfolios kann besonders für kleine Anlagesummen zu erheblichen Umsetzungskosten führen und ist deshalb nicht immer ratsam. Bestandsanleger bzw. ihre Berater/Verwalter müssen jeweils selbst entscheiden, ob bzw. inwieweit sie Änderungen von Modellportfolios auch in ihren Bestandsportfolios nachvollziehen.

## 6.3. Rebalancierungen

Rebalancierung im engeren Sinn bedeutet, dass ein Portfolio, welches sich durch Performance der Anlageklassen oder z.B. durch Zuführungen oder Entnahmen von der Zielallokation entfernt hat, wieder auf die ursprüngliche Zielallokation gebracht wird. Davon unterscheiden kann man Rebalancierungen im weiteren Sinn, die auf eine neue Zielallokation erfolgen. Rebalancierungen können manuell oder automatisiert durchgeführt werden.

„Selbstbedienungsanleger“ müssen Rebalancierungen manuell vornehmen. Berater können Rebalancierungen, denen Beratungskunden zunächst zustimmen müssen oder die sie ablehnen können, für ihre Kunden unterstützen. Für Vermögensverwaltungskunden werden Rebalancierungen typischerweise automatisch durchgeführt.

Es gibt mehrere Gründe für Rebalancierungen. Bei institutionellen Anlegern werden die Erstallokationen oft in einem aufwändigen Prozess festgelegt und es werden auch zulässige Bandbreiten festgelegt, in denen sich einzelne Anlageklassen bewegen dürfen. Rebalancierungen erfolgen deshalb aus anlagepolitischen Gründen, damit sich die Portfolios dauerhaft innerhalb der gewünschten Bandbreiten bewegen.

Wenn man ein Portfolio ohne Rebalancierungen laufen lässt, steigt der Anteil der relativ besser rentierenden Anlagen an. Theoretisch sind das die Anlagen mit den höchsten Risiken, so dass das Portfolio insgesamt langfristig riskanter wird<sup>161</sup>. Rebalancierungen dienen deshalb oft der Risikosenkung.

Es gibt weitere Gründe für systematische Portfolioänderungen, die technisch keine Rebalancierungen auf das Ausgangsgewicht sind. So können sich die Anlegerpräferenzen ändern<sup>162</sup>. Private Anleger werden im Laufe ihres Lebens typischerweise zunächst risikotragfähiger, weil sie mehr verdienen und höhere Vermögen bzw. Puffer schaffen können. In der Entsparphase, also wenn sie oft keine oder nur geringe regelmäßige Einkommen erzielen, werden Anleger dagegen typischerweise risikoscheuer. Portfolios, die auf die Risikotragfähigkeit der Anleger ausgerichtet sind, sollten entsprechend geändert werden. können Allerdings können auch „nur“ die Cash-Quoten angepasst werden, aber nicht die grundsätzlichen Allokationen innerhalb der renditeorientierten Portfolios.

Außerdem können sich Märkte ändern, insbesondere die Rendite- und Risikoerwartungen an Anlageklassen. Ziel-Allokationen, die von Prognosen abhängig sind, können sich dann ebenfalls ändern und zu Rebalancierungen führen.

---

<sup>161</sup> S. Vanguard Research 2015, S. 4

<sup>162</sup> Vanguard 2015, S. 10: Aber "investors preferences may be less precise than theory assumes".

Unsere eigenen Analysen von 2008 bis 2015 zeigen, dass es kaum Renditeunterschiede zwischen jährlichen und häufigeren Rebalancierungen gibt, aber dass in dieser Periode alle Rebalancierungen vor Kosten besser als Buy and Hold (also als keine Rebalancierungen) gewesen wären<sup>163</sup>.

Eine Alternative zu zeitlich fixierten Rebalancierungen sind systematische Rebalancierungen, sobald bestimmte Abweichungen von der Startallokation überschritten werden (sogenannte Thresholds). Vanguard analysiert Abweichungen von bis zu 10% und findet keine idealen Abweichungstrigger bzw. Schwellen<sup>164</sup>. Solche Analysen werden zudem schwieriger, wenn mehrere Anlagesegmente verwendet werden. Soll schon rebalanciert werden, wenn nur ein Segment mit einer Zielallokation z.B. von 5% sich um mehr als 10% verändert hat?

Mit Rebalancierungen sind immer Kosten verbunden, und zwar nicht nur direkte Transaktionskosten, sondern unter Umständen auch steuerliche Effekte und andere indirekte Kosten<sup>165</sup>.

Man könnte annehmen, dass das Weltmarktportfolio nicht unbedingt rebalanciert werden muss, weil es den Weltkapitalstock grundsätzlich gut abbildet<sup>166</sup>. Der Kapitalstock ist aber schwankend: 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. Diese Verschiebungen basieren im Wesentlichen auf Performanceentwicklungen der Anlageklassen und nicht auf Rebalancierungen.<sup>167</sup>

Bei diesen Annahmen kann gut argumentiert werden, dass Rebalancierungen<sup>168</sup> für ein voll investiertes Weltmarktportfolio nicht nötig sind, weil das Portfolio sich durch aktuelle Markt- bzw. Performanceentwicklungen genauso entwickeln sollte wie das theoretische Weltmarktportfolio.

---

<sup>163</sup> Unterschiedliche Rebalancierungen können bei [www.portfoliovisualizer.com](http://www.portfoliovisualizer.com) unter Backtest Portfolio und Backtest Asset Allocation selbst getestet werden. Dabei werden allerdings Umsetzungskosten vernachlässigt.

<sup>164</sup> Vanguard 2015, S. 3: Verweis auch auf: Taxes, direct transaction costs, time and labor (opportunity) costs, trading restrictions

<sup>165</sup> Vanguard 2015, S. 10: "Rebalancing a portfolio with dividends, interest payments, realized capital gains, or new contributions can help investors both exercise risk control and trim the costs of rebalancing"; vgl. auch Pedersen 2016 und Weigel 2016

<sup>166</sup> Siehe Allokationen über mehrere Jahre bei Doeswijk/Lam/Swinkels 2015 und Gadzinski/Schuller/Vacchino 2016, 2018 und 2021. Das gilt aber nur, wenn sich Währungseffekte in Grenzen halten, denn diese können in kurzer Zeit zu Veränderungen führen, wenn die Assetallokationen von Währungsräumen voneinander abweichen. Abweichungen können auch aus Definitions- oder Methodenänderungen und Fehlern resultieren (siehe z.B. die Agrarallokation bei Vacchino/Schuller 2015 versus Gadzinski/Schuller/Vacchino 2016; Änderungsgrund unklar)

<sup>167</sup> s. Vanguard 2015, S. 4

<sup>168</sup> der Begriff wird im Folgenden auch für andere systematische Allokationsanpassungen verwendet

Dabei wird allerdings nicht berücksichtigt, dass viele Großanleger regelmäßig auf ihre strategischen Allokationen rebalancieren, so dass eine reine Performancefortschreibung einer „alten“ Weltmarktallokationsstudie über mehrere Jahre zu „falschen“ Allokationen führen kann.

Statistisch zeigt sich, dass häufigere Rebalancierungen nicht unbedingt bessere Renditen oder geringere Risiken für Portfolios mit sich bringen<sup>169</sup>. Die erzielten Resultate hängen dabei auch von den betrachteten Perioden ab. In bestimmten Marktperioden, z.B. bei steigender Marktvolatilität oder stark abweichenden Entwicklungen einzelner Anlageklassen, können Rebalancierungen zu Verlusten relativ zu Nicht-Rebalancierungen („constant mix“) führen. In anderen Marktphasen kann das Gegenteil der Fall sein<sup>170</sup>.

#### **6.4. Vorgehen bei der regelmäßigen jährlichen Portfolioüberprüfung der Modellportfolios und unterjährige Änderungen**

Mindestens einmal pro Jahr überprüfen wir alle unsere Portfolios systematisch.

Dabei werden folgende Schritte durchgeführt:

- 1) Zuerst wird vor allem aufgrund von möglichen neuen Studien zur Weltmarktallokation überprüft, ob es sinnvoll ist, die Asset-Allokation zu ändern.
- 2) Im nächsten Schritt wird überprüft, ob es sinnvoll ist, die ETF-, Fonds- oder die Einzeltitelselektionsregeln zu ändern. Das kann vor allem bei neuen verfügbaren Daten wie Best-in-Universe- statt Best-in-Class Scores, SDG-Umsätzen etc. vorkommen.
- 3) Zusätzlich geprüft, ob striktere Nachhaltigkeitsregeln genutzt werden können. Das kann zum Beispiel der Fall sein, wenn mehr nachhaltige Investments angeboten werden.
- 4) Anschließend werden die jeweiligen Selektionsregeln auf die jeweiligen Universen angewendet. Dabei kann es unter anderem durch neu angebotene ETFs und Fonds zu Veränderungen von Portfolios kommen.

Es ist geplant, die Überprüfungen jährlich zu Jahresende durchzuführen<sup>171</sup>.

---

<sup>169</sup> Weigel (2016), S. 3, 8 und 11

<sup>170</sup> Granger et al. 2014, S. 17: Diverging asset prices can lead to marked underperformance of rebalancing strategies (Verweis auf 2000-2002 und 2008/2009).

<sup>171</sup> Stichtag für Analysen ist typischerweise der 30.10. oder 30.11. eines Jahres

Wir planen auch in Zukunft die Asset-Allokationen auf frei öffentlich zugänglichen Informationen zu basieren. Dazu werden vor allem künftige Untersuchungen der beiden bisher wichtigsten Quellen Doeswijk/Lam/Swinkels aus dem Jahr 2014 und Vacchino/Schuller aus 2015 berücksichtigt. So ist im Oktober 2016 „The Global Capital Stock: A Proxy for the Unobservable Global Market Portfolio“ von Gregory Gadzinski, Markus Schuller und Andrea Vacchino erschienen und Ende 2019 eine aktualisierte Version mit Daten bis Ende 2016 bzw. Ende 2021 aktualisierte Daten für Ende 2019.

Alle Quellen haben Stärken und Schwächen und werden von uns deshalb nicht eins zu eins übernommen, sondern gemeinsam mit Erkenntnissen aus weiteren Quellen zusammengefaßt.<sup>172</sup> Beispiel: Die Studie Gadzinski/Schuller/Vacchino zeigt weitgehend stabile Allokationen zu einzelnen Assetklassen für die analysierte Periode von 2005 bis 2015. Verschiebungen gab es in der Zeit vor allem von Immobilien zu Anleihen. Allerdings sind die Zahlen vor allem bei „Land“ erheblich anders als bei der Erstveröffentlichung der Daten<sup>173</sup>. Als Konsequenz für uns ergab sich ein Abbau unserer Allokation zum Agraraktiensektor von 5% auf 0%. Begründung: Bei Vacchino/Schuller lag der Agraranteil noch bei 16%, bei Gadzinski/Schuller/Vacchino liegt er dagegen in keinem Jahr über 2%<sup>174</sup>. Eine Allokation von 2% liegt unterhalb der Schwelle, die wir für Allokationen zu einzelnen Anlagesegmenten festgesetzt haben. Bei Doeswijk/Lam/Swinkels erscheint der Agrar/Landanteil nicht separat. Die bisherige 5% Agrarallokation wird deshalb bei uns auf weltweite Aktien aufgeteilt, womit wir unsere Allokation der von Doeswijk/Lam/Swinkels annähern.

Die aktualisierte Untersuchung von Doeswijk/Lam/Swinkels wurde nach dem Jahresende 2016 publiziert und deshalb erst für mögliche Portfolioänderungen in der jährlichen Überprüfung zu Ende 2017 berücksichtigt. Die neueste genutzte Studie ist die von Doeswijk/Swinkels, die 2024 veröffentlicht wurde.

Wenn Aktien, ETFs oder Fonds vom Markt genommen werden, wird das möglichst umgehend in Modellportfolios berücksichtigt. Dann wird nach einem Ersatz gesucht, der den Allokations- und Selektionsregeln entspricht.

### **Exkurs: Meine Nachhaltigkeits-Regeländerungen von 2017 bis 2024**

Bei regelbasierten Portfolios können schon kleine Änderungen zu relativ großen Portfolioveränderungen führen (vgl. [Divestments: 49 bei 30 Aktien meines Artikel 9 Fonds –](#)

---

<sup>172</sup> Die meisten Schwächen bzw. Einschränkungen der jeweiligen Ansätze werden in den Publikationen selbst beschrieben. Dabei geht es z.B. um Abgrenzungen zwischen Kapitalanlagen und unternehmerischen Anlagen z.B. in Bezug auf Unternehmensbeteiligungen und die schwierige Bestimmung der Werte von illiquiden Anlagen.

<sup>173</sup> Vacchino/Schuller 2015

<sup>174</sup> Für diese Veränderung haben wir keine Erklärung gefunden.

Responsible Investment Research Blog (prof-soehholz.com)). Um die Zahl von Transaktionen bzw. Kosten zu begrenzen versuche ich, meine Regeln nur graduell zu ändern.

Die Tabelle zeigt meine Selektionsregeln in den Zeilen 1 bis 7. In Zeile 8 ist meine einfache Allokationsregel aufgeführt und die letzten beiden Zeilen beinhalten meine Änderungsregeln (KVP).

#	Regel	2017	2024	Änderungsgrund
1	Länderanforderungen	Nur Unternehmen aus den 49 besonders entwickelten Ländern	Nur Unternehmen aus den 40% besten Rule-of-Law Ländern	Rule-of-Law umfasst auch die Einhaltung von Menschenrechten und ist damit ein nachhaltigeres Kriterium als Entwicklungsstand. Außerdem sollen in SDG-Portfolios auch Emerging Markets vertreten sein können.
2	Aktivitätsausschlüsse	Alle Unternehmen mit Aktivitäten in den Bereichen Alkohol, Tabak, Glücksspiel, Erwachsenenunterhaltung, Kriegswaffen und Militärlieferung, Atomenergie, GMO (Genetisch veränderten Organismen) und Tierversuchen. Auch Unternehmen mit erheblichen Aktivitäten im Öl-, Gas-, oder Kohle-Geschäft werden ausgeschlossen. Zusätzlich werden Unternehmen ausgeschlossen, die sich auf der aktuellsten Liste von SIPRI (Top 100 Arms Database) befinden.	Wie 2017 aber ausgeschlossen werden alle Waffen, fossile Brennstoffe und Energien, zusätzlich Schweine- und Rindfleisch-, Leder- und Fellproduktion, embryonale Stammzellenforschung und unethische Kreditvergaben. GMO und medizinische Tierversuche sind für die Modellportfolios, nicht jedoch den FutureVest-Fonds zulässig.	Waffen und fossile Brennstoffe/Energien sollten umfassender erfasst werden, embryonale Stammzellenforschung, unethische Kreditvergaben, Leder und Felle werden auch von anderen Anlegern zunehmend ausgeschlossen und der neue Datenanbieter ermöglicht - anders als der alte - Fleischausschlüsse. Andererseits werden GMO und medizinische Tierversuche zunehmend akzeptiert.
3	ESG-Anforderungen	Gehören in Bezug auf Governance (G), Ecology (E) und Social (S) mindestens zu den Top 25% aller bewerteten Titel des Ratingdatenanbieters,	Es muss ein zu den Top 50% gehörender E, S und G Score bzw. Rating (Best-in-Universe) vorliegen.	2017 standen nur Best-in-Class Ratings zur Verfügung. Um auch bei erheblich anspruchsvolleren Best-in-Universe Ratings genügend Aktien zu finden, mussten die Anforderungen gesenkt werden.
4	SDG-Anforderungen	Branchenzugehörigkeit zu Gesundheitswesen, erneuerbare Energien und relevante (elektrische) Infrastruktur, öffentliche Transportangebote, v.a. Schienenverkehr (nicht jedoch private Fluggesellschaften), Forstwirtschaft, Wasserver- und -entsorgung und Recyclingunternehmen.	Es sind nur zusätzliche Aktien zulässig, die im SDG- (Risiko-) Rating des primären Ratinganbieters mindestens 40% erreichen und mindestens 50% SDG-vereinbaren Umsatz erzielen.	Die SDG-Daten sind erst seit Kurzem verfügbar.
5	Trad. Finanzkriterien	Es werden nur Titel selektiert, die nicht zu den 25% der Aktien mit den höchsten Verlusten in den letzten 12 Monaten gehört haben.	Alle Aktien mit Kursverlusten >50% in den letzten 12 Monaten werden ausgeschlossen	Selektionsprozessvereinfachung, weil die Verluste für wesentlich weniger Aktien berechnet werden müssen.
6	Handelsanforderungen	Marktkapitalisierung über 20 Millionen Euro mit über 10 Millionen Euro Free Float, einem Aktienkurs unter EUR 2000 pro Aktie und einem Handelsvolumen >= 10,5 Mio. EUR im 20Tage-Durchschnitt, die keine Insolvenz angemeldet haben.	Es muss erwartet werden können, dass ein Unternehmen noch mindestens 12 Monate an einer zulässigen Börse (siehe Länderausschlüsse) notiert bleibt (also Ausschluss von Unternehmen, die vor der Übernahme oder Liquidation stehen).	Dadurch dass keine B2C Portfolios mehr angeboten werden, können Liquiditätsanforderungen weitestgehend entfallen.
7	Rankingregeln	Die Top 30 der Wertpapiere nach Governance-Ratings, die alle o.g. Kriterien erfüllen, werden in das Portfolio aufgenommen	Ranking nach den SDG-Umsatzanteilen und anschließend nach dem Minimum der E, S und G Best-in-Universe Ratings. Für den FutureVest Equities SDG R Fonds kommt aus Diversifikationsgründen hinzu: Doppelungen (gleiches Land des Unternehmenssitzes und gleiches Marktsegment) sind - außer für die USA aufgrund der Marktgröße - nicht zulässig.	SDG-Umsätze sind erst ab Ende 2023 verfügbar und Mindestanforderungen auch an E- und S-Ratings sollen den Turnover in den Portfolios reduzieren, der oft aufgrund nur leicht gesunkener E- und S- Ratings zustande kam.
8	Gewichtungsregeln	Gleichgewichtung	Gleichgewichtung ("annähernde" Gleichgewichtung für den Fonds)	Im Fonds sollen Handelsaktivitäten, vor allem kleine Trades, gering gehalten werden
9	Unterrjährige Portfolioänderungen	Keine	Bei Standard-Modellportfolios keine und beim Fonds 10% Toleranzgrenze für Unterschreiten der Selektionsanforderungen	Anders als die Standard-Modellportfolios (jährliche Prüfung) werden die Fondskriterien mindestens monatlich geprüft
10	Regeländerungsmöglichkeit	Ein Mal pro Jahr	Ein Mal pro Jahr	

## Regeländerungen: Wenige Änderungsgründe

Im Rückblick habe ich vor allem deshalb Regeln geändert, weil immer mehr und bessere Nachhaltigkeitsdaten zur Verfügung standen. So habe ich meine Datenanbieter schon bei meiner ersten Auswahl im Jahr 2012 wegen eines möglichst guten Datenangebotes ausgesucht. In der Zeit vom Start meines Unternehmens im Jahr 2016 bis heute habe ich den Datenanbieter einmal gewechselt. Die Hauptgründe für den Wechsel waren mehr abgedeckte Aktien, also auch Small Caps, monatliche statt jährliche Datenaktualisierungen und die Möglichkeit der Nutzung von Best-in-Universe ESG-Scorings. Hinzu kamen im Laufe der Jahre zusätzliche Datenangebote des

jeweiligen Anbieters, was vor allem für die SDG-Vereinbarkeit zu Regeländerungen geführt hat. Ein weiterer Grund für meine Regeländerungen waren (Prozess-)Vereinfachungen.

Für den von mir konzipierten und beratenen Investmentfonds wurden einige wenige zusätzliche Regelergänzungen vorgenommen, um schneller auf schlechtere Nachhaltigkeitsdaten reagieren zu können und um unterjährige Kapitalflüsse möglichst effizient managen zu können.

Wenn man wie ich mit den nachhaltigsten Aktien startet, reduziert Diversifikation die durchschnittliche Nachhaltigkeit (vgl. [30 stocks, if responsible, are all I need \(prof-soehholz.com\)](https://www.prof-soehholz.com)). Mein bewusst nur 30 Aktien umfassendes (Fonds-)Portfolio enthält deshalb nur Aktien aus wenigen Ländern (aktuell 12) und Marktsegmenten (vor allem Gesundheit, Industrie und erneuerbare Energien). Weil kleine Unternehmen einfacher SDG-vereinbar sein können, lag mein Fokus Anfangs auf Mid.Caps, weil der damalige Scoringanbieter kaum Small-Caps abdeckte. Seit dem Scoringanbieterwechsel sind vor allem Small-Caps in meinen ESG SDG Portfolios enthalten.

Weil ich meinen konsequenten Nachhaltigkeitsfokus beibehalten werde, erwarte ich, dass auch künftig vor allem Small-Caps im Portfolio vertreten sein werden. Da es keine typischen Allokationsregeln gibt, können Länder- und Branchenallokationen aber weiter schwanken. Sofern keine zu ausgeprägten Konzentrationen erkennbar sind, werde ich weiterhin auf Mindest- oder Maximalgrenzen für Länder und Branchen verzichten. Für den FutureVest Fonds habe ich allerdings für 2025 eine Cap bei 2/3 Gesundheitsaktien eingeführt.

### **Jährliche Überprüfung mit geringen Portfolioauswirkungen**

Zusammenfassend: Meine Portfolios basieren auf möglichst wenigen, einfachen und klaren Regeln. Diese Regeln sollen kontinuierlich verbessert werden. Dafür werden die Regeln mindestens einmal pro Jahr systematisch überprüft. Ziel der Regeländerungen sind vor allem weitere Erhöhungen von Nachhaltigkeitsanforderungen.

Die Regeländerungen für das Fondsportfolio 2025 waren:

- Die Mindestanforderung an SDG-vereinbare Nettoumsätze wurde von 50% auf 90% erhöht.
- Die bisherige Beschränkung von Ausschlüssen auf direkte Wettbewerber aus demselben Land wurden für Neuinvestments verschärft. So dürfen künftig grundsätzlich keine direkten wesentlichen (Top 5) Wettbewerber für Portfoliounternehmen mehr ins Portfolio aufgenommen werden.
- Es wurde eine Grenze für sozial fokussierte (Gesundheitsunternehmen) bzw. ökologisch fokussierte Unternehmen auf maximal 2/3 aller Unternehmen eingeführt.

- Für Nachrücker wird nur noch direkt vor Erstkäufen oder Aufstockungen geprüft, ob die maximal tolerierbaren Kursverluste der letzten 12 Monate von 50% eingehalten werden. Das erweitert grundsätzlich die Liste potenzieller Nachrücker.
- Die Rankingregeln wurden leicht angepasst, um den Portfolio-Turnover weiter zu reduzieren.

Diese Änderungen haben Ende 2024 nur zum Ersatz von zwei Aktien geführt, welche die SDG-Anforderungen nicht mehr erfüllten. Zusätzlich wurde eine Aktie ersetzt, weil sie über 50% Verlust aufwies.

Basierend auf den überarbeiteten Regeln wurde – wie jedes Jahr – die Nachrückerliste für den Fonds neu zusammengestellt.

Für die 2025er Aktienportfolios war die Prüfung aller börsennotierten Aktien auf Regelkonformität besonders aufwändig. Das hat mich davon überzeugt, dass für das bei der Selektion künftig anders vorgegangen werden soll.

### **Regeländerungen für einen effizienteren Selektionsprozess**

Statt einer jährlich einmaligen Überprüfung aller börsennotierten Wertpapiere habe ich deshalb eine (Dauer-)Liste von potenziell besonders SDG-konformen Wertpapieren angelegt. Die Liste umfasst zunächst alle Aktien, die in den jährlichen Selektionsprüfungen seit 2017 für das ESG-SDG Modellportfolio bzw. den Fonds als potenziell überwiegend SDG-vereinbar eingeschätzt wurden. Das ergab eine Liste von einigen hundert Aktien. Zusätzlich wurden Aktien aus Investmentfonds mit besonders hoher SDG-Vereinbarkeit in die Liste aufgenommen. Diese Liste wird laufend durch weitere Kandidaten zum Beispiel aus Fachpublikationen ergänzt.

Aus dieser Liste werden alle Aktien entfernt, deren Hauptsitz in Ländern ist, die nicht zu den besten 40% nach Rule-of-Law gehören und auch Aktien aus Ländern, für die nicht effizient gehandelt werden kann. Die Rule-of-Law Länderliste wird weiterhin einmal jährlich geprüft.

Alle Aktien über 90% netto SDG-Umsatzvereinbarkeit werden künftig mindestens quartalsweise in Bezug auf ihre ESG-Scores geprüft. So steht jederzeit eine aktuelle Liste von potenziellen Aktien für meine Portfolioangebote verfügbar.

### **Wettbewerbsanalyse führt zunächst zu keinen weiteren Änderungen**

Im Juni 2024 habe ich eine erste Wettbewerbsanalyse durchgeführt. Dabei habe ich nur 11 vergleichbare überregionale Small-Cap-Fonds gefunden (vgl. [Impactfonds](#) [im Nachhaltigkeitsvergleich](#)). Weil mein 2017 gestartetes SDG ETF-Portfolio mit einer SDG-Umsatzvereinbarkeit von etwa 80% nennenswert unter meinem Idealziel von 100% liegt, habe ich Anfang 2025 erstmals systematisch möglichst viele sogenannte aktive Fonds analysiert. Diese

Analyse hat allerdings nur knapp 60 Fonds mit einer SDG-Umsatzvereinbarkeit von 80% oder mehr ergeben (vgl. [SDG-Umsätze: Die wichtigste Nachhaltigkeitskennzahl](#) vom 18. Februar 2025 und [Hohe SDG Umsätze? Nur wenige Investmentfonds!](#) vom 4. März 2025). Die meisten davon sind spezialisierte Gesundheitsfonds.

Mein SDG ETF-Portfolio hat durch seine relativ starke Abhängigkeit von erneuerbaren Energien seit 2022 (absolut) schlechte Rendite und eine hohe Volatilität. Um die relative Performance besser beurteilen zu können, hat mich die Performance von SDG-Fonds interessiert. Zur Performance von SDG-Investments gibt es bisher aber nur wenig Transparenz (vgl. [Maximale Portfolio-Nachhaltigkeit: Was geht?](#) vom 24. März 2025).

Im April 2025 habe ich mir etliche nicht auf Gesundheit fokussierte SDG-Fonds daraufhin näher angesehen. Weil auch diese oft stark durch Investments in erneuerbare Energien bestimmt waren, war die Performance vieler Fonds besonders nach 2021 schlecht. Manche aktiv gemanagten Fonds scheinen dabei sogar noch höhere Verluste gemacht zu haben als Indizes aus Aktien mit Fokus auf erneuerbare Energien.

Hintergrundgespräche mit Branchenexperten unter anderem auf dem Fondsprofessionell Kongress 2025 hatten ergeben, dass mehrere solcher aktiver Fonds wohl relativ stark in Micro-Caps und wenig liquide Small Caps investiert haben. Das galt auch oft für Unternehmen, die nicht profitabel waren, darunter zahlreiche Aktien von Wasserstoff-Spezialisten.

Wenig liquide Aktien und damit die meisten Micro-Caps sind bei mir schon immer ausgeschlossen. Die Profitabilität von Aktien war bisher für meine Investments nicht so wichtig. Der Grund: Auch viele Jahre unprofitable Wachstumsunternehmen können sehr gute Aktienkursentwicklungen haben, wie es viele neue Tech-Unternehmen zeigen. Die Nicht-Gesundheitsaktien in meinem Portfolio waren auch ganz überwiegend profitabel. Aufgrund dieser Analysen habe ich deshalb zunächst keinen Regeländerungsbedarf gehabt.

### **Datenanbieter-Änderungen mit erheblichen Portfolio-Auswirkungen**

Meine Regeln basieren vor allem auf Nachhaltigkeitsdaten. Diese beziehe ich inzwischen nur noch von Clarity.ai. In den vergangenen Jahren hat Clarity.ai immer wieder eigene Regeländerungen und Datenupdates gehabt. Im März 2025 hatte eine solches Update besonders starke Auswirkungen auf mein Portfolio und die Nachrückerliste.

Aufgrund der nach dem Update teilweise erheblich unter meinen erforderlichen Mindestwert von 50 von 100 (höher ist besser) gesunkenen Umwelt-Scores musste ich die Aktien von First Solar, XVIVO, Glaukos und Biotage verkaufen. Niedrigere Sozial-Scores haben zu Verkäufen von CAF und NFI geführt. Deshalb habe ich 20% der Aktien aus meinem Fonds aus 30 Aktien verkauft und durch Aktien mit besseren Scores ersetzt.

Die Umwelt- und Sozial-Scores sanken aber auch bei mehreren Aktien meiner Nachrückerliste unter 50, so dass die 2024 erstellte Liste geeigneter Nachrücker für meinen Fonds stark schrumpfte. Durch die neue kontinuierlichen Überprüfung (vgl. Abschnitt „Regeländerung für einen effizienteren Selektionsprozess“) ist aber keine aufwändige komplette Neuselektion aller Aktien mehr erforderlich, um eine ausreichend lange Liste geeigneter Nachrücker für den Fonds zu haben.

### **Aktuelle Zollpolitik-Unsicherheit führt zur Regelprüfung**

Ende März 2025 und nochmals im April 2025 habe ich die aktuelle Börsenkrise zum Anlass genommen, um die Performance von Aktien aus dem von mir beratenen Fonds sowie von Top-Nachrückern zu überprüfen. Ziel war es festzustellen, ob ich meine Kauf- oder Verkaufsregeln anpassen sollte.

Meine Regeln beinhalten seit einigen Jahren, dass Aktien mit mehr als 50 Prozent Kursverlust in den letzten 12 Monaten nicht neu ins Portfolio genommen werden dürfen. Der Grund für die Nutzung dieses Kriteriums ist der Folgende: Hohe Verluste gelten als Indikator für mögliche (z.B. Nachhaltigkeits-)Probleme eines Unternehmens.

Meistens wird das Kapitalmarktrisiko aber in Form von Volatilität gemessen. Hohe Verluste schmerzen Anleger jedoch mehr als hohe Volatilitäten, die auch bei grundsätzlich steigenden Kursen auftreten können. Außerdem zeigt sich, dass Wertpapierrangordnungen nach maximalem Verlust sich kaum von volatilitätsabhängigen Rangordnungen unterscheiden (siehe [When Does the Choice of Performance Measure Not Matter?](#) von Frank Schuhmacher und Martin Eling vom 1. März 2010).

Vor einiger Zeit hatte ich die bewusst antizyklischen Aufstockungsregeln ergänzt. Diese sind vor allem bei Nettozuflüssen zum Fonds relevant. Konkret: Bei einem Cash-Bestand des Fonds von über einem Prozent soll die Aktie mit dem niedrigsten Anteil am Fonds aufgestockt werden, um deren annähernde Gleichgewichtung im Portfolio wieder herzustellen.

Weil Aktien bei Aufnahme in den Fonds mit ungefähr 1/30 Anteil fast gleich gewichtet werden, heißt das, dass die Aufstockungs-Kandidaten seit der Aufnahme in den Fonds relativ schlechte Renditen hatten. Die zusätzlich eingeführte Regel besagt, dass eine Aktie komplett verkauft werden soll, falls der Kursverlust der letzten 12 Monate vor der geplanten Aufstockung bei über 50% liegt.

Die gute Nachricht: Auch die teilweise heftigen Kursverluste des Jahres 2025 haben bisher nicht zum Verkauf einer Aktie geführt.

Bei der Analyse der Performances von Aktien im Portfolio und von Nachrückern habe ich festgestellt, dass die größten diesjährigen (temporären) Verlierer typischerweise über 40% Kursverlust in den vorhergehenden 12 Monaten aufwiesen. Eine Aktualisierung dieser Analyse zu Ende April 2025 hat jedoch gezeigt, dass es zu einem sehr hohen Portfolio-Turnover gekommen

wäre, wenn ich die 12-Monats-Verlustgrenze von 50% auf 40% geändert hätte. Dabei wäre auch Aktien ausgeschlossen worden, die eine schnelle Kurserholung gehabt hätten.

Eine Ausweitung der 50% Kursverlustregel zum Beispiel auf die letzten 3 Jahre hätte ebenfalls kaum zu niedrigeren Portfoliorisiken beigetragen. Außerdem haben einige Aktien mit vergangenen 12-Monats-Kursverlusten über 50%, wie zum Beispiel Nordex, sehr positiv zur aktuellen Fondsrendite beigetragen. Hinzu kam, dass auch einige der potenziellen Portfolionachrucker in den letzten drei Jahren 12-Monats-Kursverluste über 50% hatten, aber zumindest bis Ende März positive YTD-Renditen aufwiesen.

### **Zu viele Wachstumsunternehmen?**

Allerdings gab es im Februar und März teilweise relativ hohe Kursverluste einiger Aktien aus meinem Portfolio. Das lag vor allem daran, dass die Geschäftsergebnisse mehrerer wachstumsorientierter Portfoliounternehmen niedriger ausfielen als erwartet.

Außerdem hatten Analysen von Morningstar ergeben, dass der Fokus meines Fonds von einer Mischung von Value und Growth sich seit einigen Monaten eher der Growth-Kategorisierung näherte. Das ist nicht grundsätzlich problematisch, weist aber auf Wachstumsinvestmentrisiken hin.

Drittens hatte meine oben erwähnte Wettbewerbsanalyse gezeigt, dass Wettbewerber, die offensichtlich stark auf unprofitable Wachstumsunternehmen gesetzt hatten, hohe Kursverluste von Aktien aus ihren Portfolios hinnehmen mussten.

Mein Fonds ist bewusst auf Small- und Mid-Caps fokussiert. Das liegt dann, dass hohe SDG-vereinbare Umsätze eher von spezialisierten Unternehmen zu erwarten sind als von diversifizierten Unternehmen. Und spezialisierte Unternehmen sind oft kleiner als diversifizierte Unternehmen.

Außerdem erwarte ich nicht unbedingt, dass mein Fonds als Kerninvestment genutzt wird, so wie ich das persönlich mache. Um die Überschneidungen meines Fonds mit anderen Anlegerportfolios gering zu halten, ist ein Small- und Mid-Cap-Fokus besser als ein Large-Cap-Fokus. Ich habe vor einigen Jahren sogar explizit medizinische Tierversuche und die Arbeit mit genetisch manipulierten Organismen als Grund für einen Ausschluss hinzugenommen, um (große) Pharmaunternehmen aus dem Fonds auszuschließen.

Um einen zusätzlichen geeigneten Indikator für den Ausschluss von Unternehmen mit hohen Kursverlustrisiken zu finden, habe ich bei SSRN und Morningstar nach relevantem Research gesucht. Dazu habe ich vor allem nach den Stichworten Profitabilität oder Qualität und Wachstum im Zusammenhang mit Small-Caps gesucht aber wenig Hilfreiches gefunden. Interessant fand ich dabei vor allem, wie viele unterschiedliche Indikatoren genutzt werden (vgl. z.B. [The Quality Factor—What Exactly Is It?](#) von Larry Swedroe vom 31. Oktober 2019 oder [Value by Design?](#) von Stephan Kessler, Bernd Scherer und Jan Philipp Harries vom 3. Juni 2020).

Meine eigene Analyse hat ergeben, dass Aktien von Unternehmen, die in keinem der vergangenen fünf Jahre Gewinne ausgewiesen haben, tendenziell besonders hohe maximale 12-Monats- und diesjährige Kursverluste hatten. Deshalb habe ich mich dazu entschieden, dieses Kriterium unterjährig einzuführen.

Konkret: Auch wenn der 12-Monats-Kursverlust weniger als 50% beträgt, sollen Aktien mit finanziellen Verlusten in allen fünf letzten Jahren nicht mehr aufgestockt oder neu in das Portfolio aufgenommen werden. Das führt also nicht zum sofortigen Verkauf, sondern nur dann, wenn die entsprechende Aktie bei Geldzuflüssen in den Fonds die Aktie mit der aktuell geringsten Gewichtung ist und somit regelkonform aufgestockt werden sollte.

Zusammenfassend ist meine einzige bisherige Regeländerung im Jahr 2025 also, dass Aufstockungen und Neuinvestments nicht mehr erfolgen, wenn die entsprechende Aktie in allen letzten fünf Geschäftsjahren Verluste aufweist.

## 6.5. Maximale Portfolio-Nachhaltigkeit: Was geht?

Wenn man Anlageportfolios mit den nachhaltigsten Investments beginnt, reduziert Diversifikation die Nachhaltigkeit. Im Folgenden zeige ich zunächst die Unterschiede von jeweils besonders nachhaltigen Portfolios aus Aktien, ETFs oder aktiv gemanagten Fonds. Anschließend erläutere ich mögliche Nachhaltigkeitskompromisse bzw. Nachhaltigkeitskosten stärker diversifizierter Portfolios. Abschließend diskutiere ich, ob man mit ETFs oder aktiv gemanagten Fonds nachhaltiger investieren kann.

### **Unterschiedlichste Nachhaltigkeitsaspekte vergleichbar machen**

Diese Analyse bezieht sich nur auf börsennotierte Wertpapiere, die allerdings einen sehr großen Anteil am Kapitalmarkt haben. Die potenzielle Nachhaltigkeitswirkung von börsennotierten Geldanlagen ist limitiert, denn Wertpapieremittenten wird kein zusätzliches Kapital zur Verfügung gestellt. Aber Angebot und Nachfrage bestimmen Finanzierungskosten von Unternehmen und auch Shareholder Engagement kann Wirkung haben. Ich meine, dass börsennotierte Investments so nachhaltig wie möglich sein sollten, zumindest so lange das ohne nennenswerte Performance-Einbußen möglich ist.

Nachhaltigkeit kann sehr unterschiedlich definiert werden. Die Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management (DVFA) hat dafür ein Nachhaltigkeitskonzept mit 18 Dimensionen veröffentlicht (DVFA FRIPI: 18 Dimensionen nachhaltiger Anlagepolitik). Für diesen Portfoliovergleich habe ich nur wenige Kennzahlen für die aus meiner Sicht wichtigsten Dimensionen genutzt: SDG-Umsätze, ESG-Scores, Ausschlüsse und eine für mich nicht so wichtige

aber häufig genutzte CO<sub>2</sub>-Kennzahl. Regulatorische Kennzahlen nutze ich bewusst nicht (vgl. Nachhaltigkeitsinvestmentpolitik\_der\_Soehholz\_Asset\_Management\_GmbH).

Mit dem kostenlosen Tool können Interessenten die für sie relevanten Kennzahlen individuell zusammenfassen. Aber auch ohne eine solche Aggregation zeigen die Werte der unten aufgeführten Tabelle deutlich, wie stark sich unterschiedliche nachhaltige Investments voneinander unterscheiden können.

### **Drei bis vier besonders wichtige Nachhaltigkeitskennzahlen**

Hier ist zunächst eine kurze Erläuterung der hier genutzten Kennzahlen:

SDG-Umsätze weisen die Anteile aller positiv mit den nachhaltigen Entwicklungszielen der Vereinten Nationen (UN SDG) vereinbaren Umsätze abzüglich etwaiger negativer Umsätze aus. Beispiel: 70% Umsätze mit erneuerbaren und 30% mit fossilen Energien ergeben „netto“ 40% SDG-Umsätze (vgl. SDG-Umsätze: Die wichtigste Nachhaltigkeitskennzahl).

ESG-Scores werden nach hier dem Best-in-Universe Ansatz berechnet, also verglichen mit allen relevanten Unternehmen der Datenbank und nicht nur mit den Unternehmen derselben Branche (Best-in-Class-Ansatz). Dafür werden alle Unternehmen mit mindestens 25% ESG-Datenrelevanz genutzt. Die Aggregation der Daten erfolgt anhand eines Industrie-Konsens (zu alternativen ESG-Scores vgl. Best-in-Universe und Best-in-Class ESG-Scores: Große Unterschiede). Hohe ESG-Scores der Skala von 0 bis 100 bedeuten dabei relativ geringe ESG-Risiken.

Für die Ausschlüsse werden auf Basis einer umfangreichen Liste von potenziell kritischen Aktivitäten (vgl. „Potenziell kritische Aktivitäten“ mit 0-Toleranz FutureVest Equity Sustainable Development Goals) alle betroffenen Unternehmen zusammengezählt. 50% bedeutet, dass jedes zweite Unternehmen des Portfolios eine oder mehrere der in der Liste aufgeführten kritischen Aktivitäten aufweist. Dabei wird nicht zwischen unterschiedlichen Aktivitäten wie Umsätzen mit fossilen Brennstoffen oder Tierversuchen für medizinische Zwecke differenziert und auch nicht, wie viel Prozent der Aktivitäten des jeweiligen Unternehmens betroffen sind.

Die CO<sub>2</sub>-Äquivalenz Kennzahl gibt die gewichtete durchschnittliche Kohlenstoffintensität in Tonnen CO<sub>2</sub>e pro Million US-Dollar Umsatz aller Wertpapiere mit CO<sub>2</sub>-Daten an. Scope 1 umfasst direkte Emissionen aus eigenen oder kontrollierten Quellen und Scope 2 indirekte Emissionen aus der Erzeugung von eingekauftem Strom, Dampf, Wärme und Kälte, die von den Unternehmen verbraucht werden.

### **Analyse von Portfolios mit maximaler Nachhaltigkeit**

Die ersten Spalte der unten aufgeführten Tabelle enthält Portfolios, die mit dem Ziel höchster Nachhaltigkeit zusammengestellt wurden. Der FutureVest Fonds beinhaltet 30 Aktien mit höchster SDG-Vereinbarkeit. Zusätzlich gibt es diversifiziertere (SDG-) Portfolios aus aktiven Fonds oder ETFs,

die möglichst gut mit den SDG vereinbar sind. Diese Portfolios sind auf ökologische und soziale Themen konzentriert und bestehen überproportional aus Europäischen Mid-Caps.

Für die konzeptionell erheblich stärker diversifizierten (ESG-)Portfolios aus aktiven Fonds oder ETFs wird vor allem nach hohen ESG-Scores selektiert.

Zum Vergleich mit traditionellen Aktienportfolios nutze ich einen sogenannten voll-replizierenden Weltaktienindex-ETF (All countries) mit ungefähr 1800 Aktien. Für Mischportfolios nutze ich mein „most-passive“ Weltmarkt ETF Portfolio mit einer Allokation von ca. 60% zu Aktien und Alternativen Investments sowie 40% zu Anleihen als traditionellen Vergleichsmaßstab.

Portfolios	Aktiv/ passiv	Aktien- anteil (ca)	Positionen	Wertpapiere (indirekt)	SDG-Umsätze	ESG-BIU	CO2 Intensität (1+2)	Potenziell krit. Unternehmer	Potenziell krit. Aktivitäten
FutureVest EquitySDG RFonds	Aktiv	100%	1	30	99%	70	23	9%	3
SDG ETF Portfolio	Passiv	100%	12	568	78%	60	156	46%	36
SDG Fondsportfolio	Aktiv	100%	6	207	71%	65	55	43%	36
ESG Fondsportfolio dynamisch	Aktiv	100%	8	289	43%	68	78	53%	42
ESG Fondsportfolio konservativ	Aktiv	15%	10	706	30%	62	112	43%	43
ESG ETF Portfolio Aktien	Passiv	100%	4	299	11%	66	24	45%	41
ESG ETF Portfoliogemischt	Passiv	60%	7	743	8%	63	38	51%	46
ETF Weltmarktportfolio (traditionell)	Passiv	60%	8	2.144	6%	62	102	55%	52
Benchmark: Aktien ETF Welt (traditionell)	Passiv	100%	1	1.822	6%	63	127	60%	52
ESG ETF Portfolio Anleihen konservativ	Passiv	0%	5	974	5%	57	72	54%	49
ESG ETF Portfolio Anleihen dynamisch	Passiv	0%	7	773	5%	57	88	53%	48

Daten von Clarity.ai vom 16.3.2025, Portfolios und Analyse der Soehholz ESG GmbH

### Limitierte SDG-Umsatzvereinbarkeit von ETFs und aktiven Fonds

Meines Erachtens ist SDG-Umsatzvereinbarkeit die wichtigste Nachhaltigkeitskennzahl. Es gibt aber nicht sehr viele Aktien bzw. Emittenten von Anleihen, die zu 100% SDG-vereinbare Umsätze haben. Demensprechend habe ich weniger als 30 ETFs oder Fonds mit aktivitätsbasierten netto SDG-Umsätzen von mindestens 80% gefunden (vgl. Hohe SDG Umsätze? Nur wenige Investmentfonds!). Fast alle sind auf Gesundheit spezialisiert.

Der von mir beratene SDG-Fonds mit 30 Aktien, davon ca. 2/3 Gesundheits- und 1/3 ökologischen Investments, liegt bei 99% SDG-vereinbaren Umsätzen. Das überwiegend auf Umwelt ausgerichtete SDG ETF Multithemenportfolio mit 12 ETFs und fast 600 Aktien kommt immerhin noch auf knapp 80% SDG-Umsatzvereinbarkeit. Das SDG-Portfolio aus sechs überwiegend diversifizierten „aktiven“ Fonds erreicht dagegen nur relativ gering erscheinende 70%.

Aber selbsternannte Impact-Fonds haben nur durchschnittlich 38% SDG-Umsatzvereinbarkeit und Fonds nach Artikel 9 der Offenlegungsverordnung sogar nur 21% (SDG Revenue Alignment: Bringing Clarity to Impact Investing). ESG ETF-Portfolios erreichen sogar nur 5 bis 11% SDG-Umsätze. Das weicht kaum von traditionellen Portfolios aus Aktien und/oder Anleihen ab, die auf 5 bis 6% SDG-Umsatzvereinbarkeit kommen.

Das erklärt, warum Laien oft enttäuscht sind, wenn sie sich die Umsätze der Wertpapiere von angeblich nachhaltigen Investmentfonds ansehen.

## **Nur wenige Fonds mit sehr hohen ESG-Scores**

Bezüglich des von mir genutzten anspruchsvollen Best-in-Universe ESG-Scores habe ich untere tausenden Fonds nur einen mit dem besten Durchschnitt von 72 gefunden. Der von mir beratene SDG-Fonds hat mit einem Score von 70 ebenfalls sehr geringe ESG-Risiken. Mit einem konzeptionell etwas diversifizierteren Portfolio aus aktiven Fonds und insgesamt knapp 300 Aktien komme ich auf einen ESG-Score von 68. Das ist etwas besser als das vergleichbar diversifizierte ESG-ETF Portfolio Aktien mit 66. Die Unterschiede zu einem traditionellen Weltaktienindex, der 63 aufweist, sind jedoch relativ gering.

Anleiheportfolios, selbst wenn die Fonds primär nach ESG-Risiken selektiert werden, kommen sogar nur auf einen ESG-Score von 57.

Das SDG-Aktienportfolio aus aktiven Fonds hat mit 65 erheblich geringere ESG-Risiken als das vergleichbare SDG ETF-Portfolio mit 60. Dieser relativ niedrige ESG-Score erklärt sich vor allem daraus, dass Midcaps (60) und Smallcaps (54) niedrigere ESG-Scores haben als Large-Caps (vgl. Best-in-Universe und Best-in-Class ESG-Scores: Große Unterschiede).

Bisher wurden ESG-Score-Unterschiede von traditionellen und nachhaltigen Portfolios selten thematisiert. Interessenten an nachhaltigen Portfolios können nur mit dieser Kennzahl aber wohl nur schwer von der Nachhaltigkeit von Portfolios überzeugt werden.

## **„Nachhaltige“ Fonds mit vielen potenziell kritischen Wertpapieren**

In der oben aufgeführten Tabelle sind zwei Spalten zu kritischen Aktivitäten aufgeführt. Die 52 für den Weltaktien-ETF bedeutet, dass Unternehmen des ETFs insgesamt 52 unterschiedliche kritische Aktivitäten aufweisen. Bei dem von mir beratenen Fonds sind dagegen nur drei genannt. Diese werden im Nachhaltigkeitsreport und Monatsbericht aufgeführt: „Für insgesamt drei Unternehmen wurden potenziell kritische Aktivitäten in Bezug auf Lieferungen an die Agrar-, Cannabis- und Fleischindustrie identifiziert. Allerdings sind das keine für den Fonds grundsätzlich unzulässigen Aktivitäten. Außerdem machen diese weniger als 5 % des Umsatzes der jeweiligen Unternehmen aus“ (vgl. Bericht für Februar 2025 auf [www.futurevest.fund](http://www.futurevest.fund)).

3 von 30 Unternehmen des Fonds ergeben 9% potenziell kritische Unternehmen. Bei meinen ESG- und SDG-Portfolios liegt die vergleichbare Zahl bei 43% bis 54% und beim traditionellen Weltaktien-ETF bei 60%.

Das macht deutlich, warum es einfach ist, angebliches Greenwashing zu finden. Anleger, denen der sichere und vollständige Ausschluss bestimmter oder vieler kritischer Aktivitäten sehr wichtig ist, müssen sich tendenziell maßgeschneiderte Portfolios aus Aktien und Anleihen zusammenstellen.

## **CO2 Intensitäten können bei nachhaltigen Portfolios sehr hoch sein**

Ich nutze Mindestanforderungen von 50 von 100 für Umweltscores, aber keine expliziten Höchstgrenzen für CO<sub>2</sub> für meine Wertpapierselektionen. Bei einigen meiner nachhaltigen Portfolios (v.a. FutureVest Fonds und ESG ETF Aktien) führt das zu sehr niedrigen Emissionen der jeweiligen Portfolios. Das SDG ETF-Portfolio weist jedoch relativ hohe Emissionen auf, während das SDG Portfolio aus aktiven Fonds eher niedrige Emissionen hat.

Andererseits sind Anleger, denen ESG wichtiger als SDG ist, mit ESG ETF-Portfolios aus CO<sub>2</sub>-Sicht besser aufgehoben als mit ESG-Portfolios aus aktiven Fonds. Das ist eine für mich überraschende Erkenntnis, denn ich hatte damit gerechnet, dass aktive Fondsmanager mit ESG-Fokus mehr Wert auf niedrige Emissionen legen als vergleichbare ETFs.

Die relativ hohen Unterschiede der CO<sub>2</sub> Scores unterschiedlicher nachhaltiger Portfolios eignen sich aber besser zur Nachhaltigkeitsdifferenzierung als näher die beieinanderliegenden ESG-Scores.

### **Geringer Grenznutzen von Diversifikation? Gemischte Renditen von SDG-Investments**

Die aktuellen Diskussionen um die Konzentrationsrisiken von US-Tech-lastigen Weltaktienindizes zeigen, dass die Anzahl der Investments nicht unbedingt ein guter Diversifikationsindikator ist.

Wenn man ein Portfolio aus nur wenigen Wertpapieren zusammenstellt, die sich z.B. in Bezug auf Marktsegmente und Länder unterscheiden, reichen oft schon wenige Wertpapiere für eine gute Diversifikation aus. Zusätzliche Wertpapiere bringen dann wenig zusätzlichen Diversifikations(grenz)nutzen (vgl. 30 stocks, if responsible, are all I need).

Leider kenne ich keine unabhängigen Studien zur Performance von SDG Portfolios.

Ende 2017 habe ich das Global Equities ESG SDG Modellportfolio aus 30 möglichst gut SDG-vereinbaren unterschiedlichen Aktien entwickelt. Im Laufe der Jahre ist aus dem Portfolio mit überwiegend mittleren Marktkapitalisierungen inzwischen der FutureVest-Fonds mit Aktien von eher kleineren Unternehmen geworden. Gegenüber einem typischen Weltaktienindex sind US-Aktien stark unterrepräsentiert. Das Modellportfolio bzw. der Fonds haben bisher eine ähnliche Performance wie aktiv gemanagte traditionelle globale Small- und Midcapfonds erreicht (vgl. Excel-Download: Historische Zeitreihen der Portfolios mit Tagesdaten bis Anfang November 2024).

Die Performance des nach Anzahl der Wertpapiere breiter diversifizierten SDG ETF-Portfolios von Ende 2019 ist dagegen sehr viel volatil: 2020 und 2021 war sie besser als die eines traditionellen Weltaktienindex und seitdem teilweise erheblich schlechter.

Das SDG-Fondsportfolio ist neu. Eine einfache Rückrechnung zeigt eine relativ schlechte Performance.

In Bezug auf ESG-Investments zeigen zahlreiche wissenschaftliche Studien für die meisten der vergangenen Jahre ganz überwiegend, dass diese keine systematischen Renditenachteile

gegenüber traditionellen Geldanlagen haben. Weil ESG-Anlagen meistens relativ niedrige Umwelt-, Sozial- und Governance (ESG-) Risiken haben, sind die Gesamtrisiken solcher Investments zudem tendenziell geringer als die von traditionellen Investments. Das entspricht auch meinen Erfahrungen mit meinen ESG-Portfolios.

### **Fazit: Mehr Mut zu SDG-Investments**

Viele sogenannte nachhaltige Portfolios haben nur relativ geringe ESG-Vorteile gegenüber traditionellen Investments. Außerdem beinhalten sie viele Wertpapiere mit potenziell kritischen Aktivitäten.

SDG-Umsätze sind relativ einfach nachvollziehbar und können sich viel stärker zwischen Portfolios unterscheiden als ESG-Scores. Beim Fokus auf SDG-Umsätze sind Rendite-Risiken aber höher als bei diversifizierteren ESG-Investments. Mittelfristig waren bisher aber keine systematischen Renditenachteile gegenüber traditionellen oder ESG-Investments erkennbar.

Insgesamt spricht deshalb viel für Portfolios mit hohen SDG-vereinbaren Umsätzen.

Es gibt aber bisher nur wenige ETFs und aktive Fonds mit hohen SDG-vereinbaren Umsätzen. Portfolios aus aktiven Fonds sind nach SDG-Umsätzen sogar eher schlechter als solche aus ETFs, können dafür aber ESG- und CO2-Vorteile haben.

An Nachhaltigkeit interessierte Anleger sollten deshalb offen für Portfolios mit relativ wenigen Wertpapieren sowie individualisierte Nachhaltigkeitsportfolios sein.

## **7. Unsere Nachhaltigkeitspolitik**

### **7.1. Kurzfassung von „Purpose“ und „Theory of Change“ der Soehholz ESG und der Soehholz Asset Management GmbH**

Unternehmen, die nachhaltige Produkte oder Services anbieten, sollten einen sogenannten Purpose formulieren, also einen Unternehmenszweck. Das ist für meine beiden oben genannten Gesellschaften einfach: Über sie möchte ich möglichst nachhaltige liquide Geldanlageportfolios anbieten. Anders ausgedrückt: Ich biete möglichst nachhaltige Investmentmöglichkeiten an, die

zugleich hohe Liquiditätsanforderungen erfüllen. So können Anleger ihre Investments schnell verkaufen, wenn diese ihre Nachhaltigkeitsanforderungen nicht mehr erfüllen.

Der Fokus liegt dabei auf Portfolios, die möglichst gut mit den SDG vereinbar sein sollen. Dafür werden sogenannte aktive Fonds, ETFs oder Aktien direkt genutzt, vor allem, um unterschiedliche Portfolio-Diversifikationsgrade zu ermöglichen.

Außerdem möchte ich wissenschaftliche basierte Nachhaltigkeit, vor allem Nachhaltigkeitsinvestments, fördern. Dazu betreibe ich meinen Blog [www.prof-soehnholz.com](http://www.prof-soehnholz.com). Zur Verbreitung nutze ich auch LinkedIn. Zusätzlich arbeite ich in Nachhaltigkeitsausschüssen der Deutschen Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management (DVFA e.V.). Dabei möchte ich (Großanlegern) Anregungen liefern aber natürlich auch Anregungen erhalten, wie Nachhaltigkeit durch nachhaltige Investments gefördert werden kann.

Für sogenanntes Impactinvesting, also Investment mit positivem Veränderungsanspruch in Bezug auf die Investments, wird auch eine detaillierte Begründung des gewählten Vorgehens mit messbaren Zielen etc. erwartet. Eine solche wird auch als „Theory of Change“ bezeichnet.

Dabei ist mir zunächst wichtig, dass ich nicht die Erwartung wecken möchte, dass mit Investments in meine Portfolios Verbesserungen von Umwelt- oder Sozialbedingungen erreicht werden können. Dafür sind die in diese Portfolios investierten typischerweise Gelder und die möglicherweise erreichten positiven Effekte zu gering. Zudem werden bei meinen Portfolios nur anderen Anlegern börsennotierte Wertpapiere abgekauft und den Zielunternehmen fließt keine Liquidität dadurch zu.

Fast alle Anleger investieren einen Teil ihrer Vermögen in liquide Wertpapiere. Dieses Geld sollte so nachhaltig wie möglich angelegt werden. Das sollte zudem kommuniziert werden (Signalling), damit möglichst viele andere AnlegerInnen ebenfalls so vorgehen können. Im Laufe der Zeit kann so mehr Nachfrage nach nachhaltigen Investments generiert werden. Das sollte sowohl für AnlegerInnen (v.a. in Bezug auf Rendite) als auch für nachhaltige Unternehmen (v.a. über Finanzierungskonditionen) attraktiv sein.

Um nachhaltig positiv auf Unternehmen einzuwirken, betreibe ich ein möglichst breites und systematisch angelegtes Shareholder Engagement mit Fokus auf Transparenz für alle und Ausdehnung auf andere Interessengruppen (Stakeholder) wie Mitarbeiter, Kunden und Lieferanten (das nenne ich auch Leveraged Engagement). Außerdem versuche ich, über meinen Blog, andere zu nachhaltigeren Verhalten und Investments anzuregen.

## Limitiertes Vermögen auf verantwortungsvollste Anlagen fokussieren!



### 7.2. Ausgangslage

Unsere Nachhaltigkeitspolitik wurde auf Basis des von uns mit entwickelten Policy for Responsible Investment Scoring Modells der DVFA (PRISC) entwickelt<sup>175</sup>. Die hier genutzten Begriffe entsprechen der Klassifikation der DVFA Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management<sup>176</sup>.

---

<sup>175</sup> die überarbeitete Version des DVFA PRISC heisst DVFA FRIPI Framework for Responsible Investment Policies and Impact

<sup>176</sup> Söhnholz/Frank 2018

## DVFA PRISC Policy for responsible investment scoring



Aktuelle Versionen: <https://www.dvfa.de/derberufsverband/prisewebanwendung.html,Dokumente>



Wir gehen davon aus, dass Aktienkäufe positive und Aktienverkäufe negative Signale für Aktienkurse und setzen können und damit auch Einfluss auf Kreditfinanzierungsbedingungen und Bonifikationen haben können. Außerdem sollte limitiertes Kapital zwar ausreichend diversifiziert angelegt werden, aber auch auf „gute“ Anlagen fokussiert werden. Für unsere nachhaltigen direkten Aktienanlagen begrenzen wir die Diversifikation auf die nachhaltigsten Aktien, um die Nachhaltigkeit nicht zu stark zu verwässern <sup>177</sup>.

---

<sup>177</sup> Details siehe Vgl. [30 stocks, if responsible, are all I need - Responsible Investment Research Blog \(prof-soehholz.com\)](https://www.prof-soehholz.com)

---

## Die 3 Stufen nachhaltiger Geldanlage

### Investmentrisiko (ESG):

Geringe ökologische, soziale und Unternehmensführungsrisiken (Prozess)

### Investment-Impact (SDG):

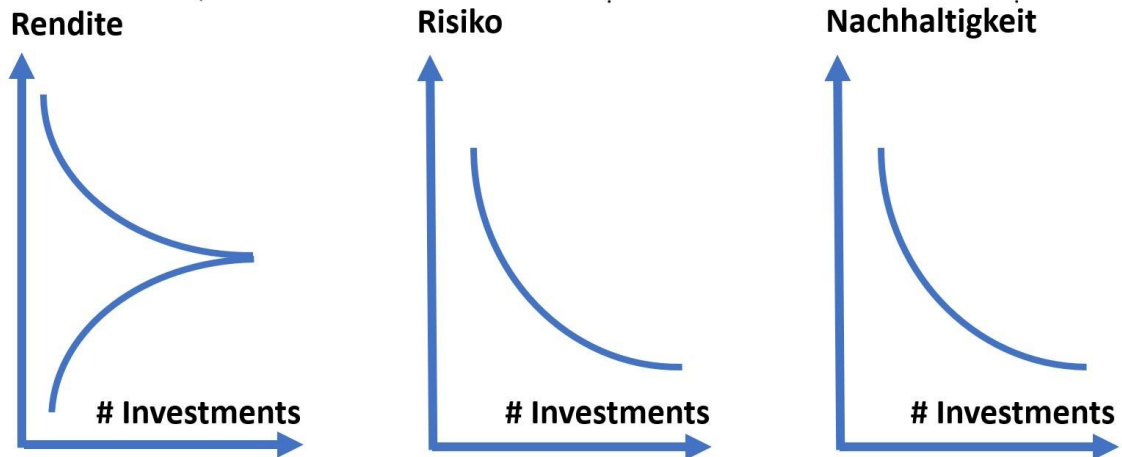
Ökologische und soziale Produkte und Services (Output)

### Investor-Impact:

Positive Veränderung durch Kapital, Shareholder Engagement, und Signaling

# Diversifikation oder Nachhaltigkeit?

Bei Start mit dem nachhaltigsten Projekt/Wertpapier reduziert Diversifikation die Nachhaltigkeit. Generell: Diversifikations-Grenznutzen nimmt sehr schnell ab.



Vgl. [Diversification Is Not A Free Lunch by Dirk G. Baur \(SSRN\)](#)

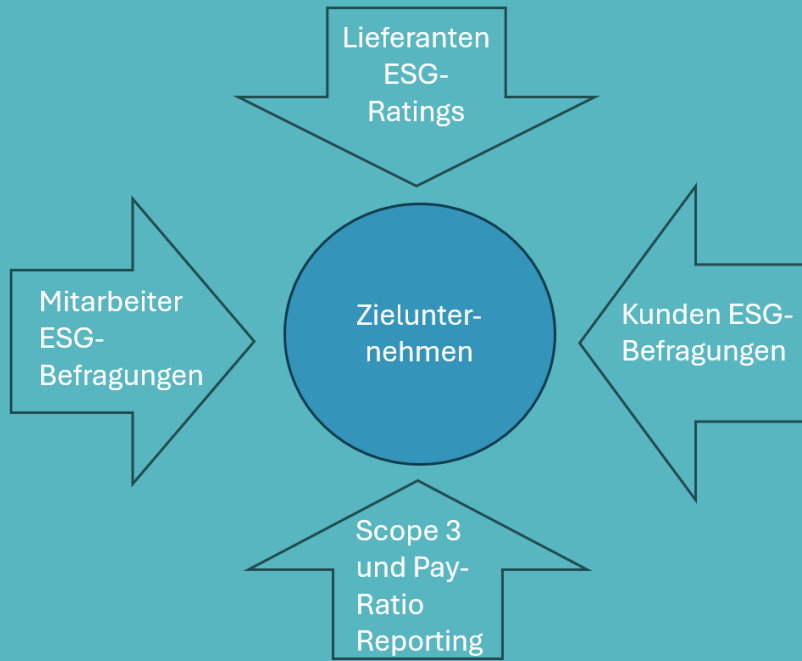


## Soehholz ESG DVFA PRISC bzw. FRIPI Einstellung

Kriterium	Soehholz-Ansatz	Gewicht 22/23	Gewicht 24	Gewicht 25
Investment-Impact	Umsatz mit SDG-Segmenten >50%/90% ab 2025	40,0%	40,0%	35,0%
Ausschlüsse (Nicht-Investment)	Viele zu 100%	15,0%	10,0%	10,0%
ESG-Granularität	separate E-, S- und G-Scores	15,0%	10,0%	10,0%
ESG-Benchmarks	Best-in-Universe Scores	15,0%	10,0%	10,0%
ESG Mindestanforderungen	E-, S- und G-Scores >50%	15,0%	10,0%	10,0%
Investor-Impact	Dialog und Signaling für alle Investments	0,0%	10,0%	10,0%
Nachhaltigkeits-Prüffrequenz	Machine-learning basiert inkl. "Incidents"	0,0%	10,0%	5,0%
Stimmrechtsausübung	Noch nicht genutzt (Kosten!)	0,0%	0,0%	5,0%
Divestmentoption	Hoch (liquider Zweitmarkt)	0,0%	0,0%	5,0%

Quelle: 18 Dimensionen nachhaltiger Anlagepolitik – DVFA veröffentlicht grundlegend überarbeiteten Leitfaden und kostenfreies Tool zu verantwortungsvoller Anlagepolitik - DVFA e. V. – Der Berufsverband der Investment Professionals

## Ziel: Multi-Themen-Engagement mit allen Portfoliounternehmen



## 8. Manchmal gestellte Fragen und Antworten und warum wir 80% anders sind

### 8.1. Wie sind das Geschäftsmodell und die (Regulierungs-)Hintergründe der Soehnholz ESG GmbH?

Wir bieten kostengünstige RETRO-Modellportfolios für Vermögens- bzw. Anlageberater mit dem Schwerpunkt auf besonders verantwortungsvolle Geldanlagen. RETRO steht dabei für regelbasiert, evidenzbasiert, transparent, robust und optimierungsfrei.

Unsere Besonderheiten sind vor allem die Nutzung der most-passive Weltmarktallokation und das Angebot von Aktien-, ETF- und aktiven Fondsportfolios, die vor allem nach SDG- und ESG-Kriterien zusammengestellt werden (siehe dazu auch „80% anders“ weiter unten).

Die Diversifikator GmbH wurde seit Ende 2015 vorbereitet, Ende Januar 2016 gegründet und Anfang März ins Handelsregister eingetragen. Anfang 2021 wurde die Firma in Soehnholz ESG GmbH geändert. Die systematisch-prognosefreie Investmentphilosophie, auf der Soehnholz ESG aufbaut, wurde von Dirk Söhnholz seit dem Jahr 2000, und verstärkt nach der Finanzkrise 2008, entwickelt. Unternehmensgegenstand ist vor allem die Entwicklung und Vermarktung von regelbasierten Modellportfolios mit Fokus auf Nachhaltigkeit.

Die Soehnholz ESG GmbH gehört zu 100% der gut kapitalisierten Söhnholz Advisors GmbH, der auch zu 100% die Soehnholz Asset Management GmbH gehört. Die Söhnholz Advisors GmbH ist zu 100% Eigentum von Dirk Söhnholz und keine der Gesellschaften hat externe Kredite.

Wir beraten keine Privatkunden individuell, nehmen keine Einlagen an und verkaufen auch keine Finanzanalysen.

Als Anbieter von standardisierten Modellportfolios sind wir nicht regulierungspflichtig, wie die deutsche Finanzdienstleistungsaufsicht uns bei der Gründung (bis auf Weiteres) bestätigt hat.

Unsere Nicht-Regulierung sollte aber keine Nachteile für Anleger haben, weil die Modellportfolios bei in Deutschland zugelassenen Banken umgesetzt werden sollten. Das Geld der Anleger sollte auch von in Deutschland zugelassenen Verwaltern (z.B. Banken) verwaltet werden oder Anleger sollten von regulierten Beratern beraten werden.

Bei Bedarf bieten wir auch Services unter einem sogenannten Haftungsdach an.

## 8.2. Ist die Soehnholz ESG GmbH zu klein?

Wir sind klein, und das ist auch gut so (in Anlehnung an Klaus Wowereit). Klein sein heißt für uns, unabhängig schnelle Entscheidungen treffen zu können. Da wir vieles nicht selbst machen, können wir uns jeweils „die besten“ externen Partner suchen.

Alle unsere Portfolios und Prozesse regelbasiert und detailliert dokumentiert. Bei Bedarf können unsere Services auch über (größere) regulierte Partner angeboten werden.

Dass Soehnholz ESG bzw. Soehnholz Asset Management GmbH mit fast allen der 30 Unternehmen des eigenen Fonds (Stand 9/2023) in einem aktiven Engagementdialog steht zeigt, dass Unternehmensgröße nicht unbedingt ein wichtiges Kriterium ist, um ernst genommen zu werden.

Bei einer theoretischen möglichen Insolvenz der Soehnholz ESG GmbH sind die Wertpapiere der Anleger nicht direkt betroffen, weil sie sich in Sondervermögen bzw. Depots der Anleger befinden, auf die die Soehnholz ESG GmbH keinen Zugriff hat.

Eine dauerhafte Arbeitsunfähigkeit von Dirk Söhnholz (unsere einzige sogenannte Schlüsselperson) hat keinerlei Auswirkungen auf die Anlagen, die den bestehenden Modellportfolios folgen. Die Überwachung und auch die Weiterentwicklung der Portfolios können in dem Fall durch einen Kooperationspartner der Soehnholz ESG GmbH sichergestellt werden.

Anleger bzw. Verwalter können die liquiden Bestandteile ihrer Modellportfolio-folgenden Depots zudem normalerweise jederzeit selbst bzw. durch ihre Verwalter verkaufen.

## 8.3. Welche operationalen Risiken gibt es?

Auf einer Veranstaltung am 28.6.2016 in Frankfurt hat die staatliche Aufsichtsbehörde „Bundesanstalt für Finanzdienstleistungen“ (BaFin FinTech Konferenz, Vortrag von Christoph Schlecht, S. 13) 9 Herausforderungen für Verbraucher aufgeführt. Im Folgenden erläutern wir kurz, wie wir mit den jeweiligen Punkten umgehen:

- (1) Identität des Anbieters: Im Impressum finden sich alle rechtlich erforderlichen Angaben. Auf der Unterseite „Wer wir sind“ gibt es weitere Hinweise und Details zum Gründer, Eigentümer und Geschäftsführer Prof. Dr. Dirk Söhnholz findet man unter [www.prof-soehnholz.com](http://www.prof-soehnholz.com).
- (2) Beaufsichtigung des Anbieters: Wir sind nicht beaufsichtigt, da Modellportfolioanbieter nicht reguliert werden müssen. Wir empfehlen Anlegern, die Modellportfolios mit Hilfe von Beratern bzw. Vermögensverwaltern bei deutschen Depotbanken umzusetzen. Diese wiederum müssen über entsprechende Zulassungen und eine Aufsicht verfügen.
- (3) Geschäftsbedingungen: Unser Geschäftsbedingungen sind unter [Vertrag für das Angebot von Portfolios](http://www.prof-soehnholz.com) ([www.prof-soehnholz.com](http://www.prof-soehnholz.com)) zu jeder Zeit frei zugänglich.

- (4) Datenschutz: Wir befolgen einen sogenannten Small Data Ansatz. Ziel ist es, möglichst keine oder wenn nötig, dann möglichst wenige Daten von Interessenten und Anlegern abzufragen und zu speichern.
- (5) Umgang mit Beschwerden: Da wir nicht reguliert sind, ist die Firma auch keiner offiziellen Beschwerdestelle angeschlossen.
- (6) Vollautomatische Prozesse: Wir sind in erster Linie Lieferant von B2B-Lösungen für wenige Partner und deshalb wenig standardisiert/automatisiert.
- (7) Technische Risiken: Da keine automatische Implementierung von Portfolios erfolgt, sind die technischen Risiken der Nutzung begrenzt. Da sich unsere Portfolios zudem nur selten ändern (typischerweise jährliche Überprüfung bzw. Rebalancierung) und sie transparent sind, sind die Risiken durch falsche Portfoliozusammenstellung ebenfalls gering.
- (8) Kosten und Gebühren: Wir legen unsere Gebührenempfehlungen an Berater offen.
- (9) Beurteilung der Seriosität des Anbieters: Wenn Anleger sich trotz der vielfältigen Informationen auf unserer Internetseite kein positives Urteil zu diesem Punkt zutrauen, sollten sie einen Berater ihres Vertrauens um eine Einschätzung bitten.

#### **8.4. Was für Kosten fallen für die Nutzung der Services der Soehholz ESG GmbH an?**

Unser Standard-Gebühr sind 0,25% p.a. bzw. 25% der Vermögensverwaltungsgebühr plus Umsatzsteuer.

Für Portfolios, die aus aktiven Fonds bestehen welche den von uns beratenen Fonds beinhalten, sind die Gebühren niedriger.

Wir verlangen normalerweise keine Mindestanlagesummen.

Wenn gewünscht wird, dass unsere Services unter einem Haftungsdach erbracht werden, erhöht sich diese Gebühr und es können Mindestanlagesummen anfallen.

#### **8.5. Welche Performances und Rückrechnungen sind verfügbar?**

Einige der Rückrechnungen und Performances unserer Modellportfolios stehen mit Daten bis maximal November 2024 (Ende der Lizenz für öffentliche Daten) im „Soehholz ESG und SDG Portfoliobuch“ zur Verfügung. Weitere Performances können auf Anfrage zur Verfügung gestellt werden.

Echter Track Record ist für unsere Portfolios grundsätzlich nicht so wichtig wie für aktiv gemanagte Fonds, weil unsere Portfolios regelbasiert sind und damit – bei derselben genutzten Datenbasis – relativ einfach verlässliche unabhängige Rückrechnungen erstellt werden können.

## 8.6. Wiese sind wir 80% anders?

Die meisten Portfolios anderer Anbieter werden entweder diskretionär - also abhängig von zahlreichen individuellen bzw. Teamentscheidungen - oder quantitativ und prognosebasiert gemanagt. Unsere Portfolios sind komplett regelbasiert, aber trotzdem prognosefrei, weil gute Einzelprognosen schon schwierig sind. Vielfältige gute Prognosen, die für Optimierungen meist nötig sind, sind aus unserer Sicht fast unmöglich. Außerdem sind wir sehr transparent, kostengünstig, researchbasiert, haben einen kontinuierlichen Verbesserungsprozess etc.. Das ist ganz überwiegend anders als bei klassischen Produkthanbietern. Auch unser inzwischen fast ausschließlicher Fokus auf liquide pure ESG- und SDG-Investments und einige unserer Portfolios selbst sind unseres Wissens konkurrenzlos. 80% anders ist aus unserer Sicht eine gute Schätzung.

**Ausschlüsse:** Unsere verantwortungsvollen Portfolios nutzen besonders viele und harte Ausschlüsse von Wertpapieren.

**Benchmarkunabhängig:** Auch wenn wir überwiegend ETFs einsetzen: Wir entwickeln unsere Portfolios unabhängig von klassischen Benchmarks. Sinnvolle Multi-Asset Benchmarks – außer unserem Weltmarktportfolio – bzw. SDG-Benchmarks gibt es ohnehin kaum.

**Einfach:** Wo immer es vertretbar ist, ziehen wir einfache den komplexen Lösungen vor.

**Environment:** Unsere Aktienportfolios haben besonders strenge Anforderungen an Umweltscoreings.

**Erfahren:** Wir sind ist ein relatives junges Unternehmen, aber Dirk Söhnholz ist seit 1999 in der institutionellen Anlageberatung tätig und hat dabei sehr viel Erfahrung auch mit Privatkunden und Investments fast aller Anlageklassen gesammelt. Als Geschäftsführer einer BaFin-regulierten Kapitalverwaltungsgesellschaft war Dirk Söhnholz zeitweise für fast alle Funktionen der Gesellschaft verantwortlich.

**Governance:** Unsere Aktienportfolios haben besonders strenge Anforderungen an die Scorings für Unternehmensführung.

**Großanlegergesegnet:** Alle unsere Portfolios werden so aufgesetzt, dass sie grundsätzlich auch institutionellen Ansprüchen genügen sollten.

**Kleinanlegergesegnet:** Durch den Verzicht auf Einrichtungs- bzw. Mindestgebühren und das Angebot von Portfolios mit nur wenigen ETFs bzw. Aktien werden Einstiegshürden für Anleger möglichst niedrig gehalten.

**Kooperativ:** Wir sind ein relativ junges Unternehmen, das nicht alles selbst machen kann oder will. Wir kooperieren deshalb mit anderen Unternehmen, um gemeinsam gute Lösungen für Kunden anzubieten.

**Kritisch:** Wir stehen zahlreichen Annahmen der klassischen Ökonomie und von Optimierungsmodellen kritisch gegenüber, wie der Annahme von rationalen Investoren, effizienten Märkten, Normalverteilungsannahmen, aber auch einem sogenannten „das haben wir schon immer so gemacht“ –Verhalten. Dagegen denken wir, dass es Herdenverhalten (s. Behavioral Finance) und andere psychologische Effekte gibt, aber auch Rückkehr zu „Normalitäten“ (Reversion to the Mean). Wir sind selbstkritisch und begrüßen Kritik an unseren Portfolios, damit wir sie weiter verbessern können.

**Langfristorientiert:** Wir bieten nur Lösungen für eher langfristig orientierte Kapitalanleger an, nicht für kurzfristig orientierte Händler bzw. Trader.

**Mutig:** Viele Anleger selektieren Fonds basierend auf einer guten Rendite in der Vergangenheit. Untersuchungen zeigen aber, dass die vergangene Rendite kein guter Indikator für künftige Renditen ist. Wir nehmen deshalb bewusst auch neue Fonds ins Angebot auf, die klein sind und nicht notwendigerweise einen langen Track Record bzw. eine hohe Liquidität aufweisen, zumal unser Fokus auf langfristiger Anlage und nicht auf kurzfristigem Trading liegt.

**Online:** Wir bieten viele Informationen frei zugänglich online an. Im Vordergrund steht dabei die Unterstützung von Beratern.

**Prognosefrei:** (Finanz-)Prognosen sind schwierig, besonders wenn sie die Zukunft betreffen (Urheber unbekannt). Selbst für einfache Kapitalanlagemodelle sind oft zahlreiche Prognosen für Renditen, Risiken und Abhängigkeiten erforderlich. Außerdem reagieren solche Modelle oft sehr sensibel auf kleine Eingabeänderungen. Wir arbeiten prognosefrei.

**Regelbasiert:** Alle unsere Portfolios basieren auf transparenten und möglichst einfachen Regeln.

**Small-Data Ansatz:** Kundendaten sind sehr sensibel. Das gilt besonders für Finanzdaten. Kundendaten sind außerdem das sogenannte Kapital von Kundenberatern, mit denen wir zusammenarbeiten möchte. Wir versuchen deshalb, mit möglichst wenig kundenindividuellen Daten auszukommen.

**Sozial:** Unsere Aktienportfolios haben besonders strenge Anforderungen an Sozialscorings.

**Transparenz nach vorne:** 100% passives Investieren gibt es nicht, denn es sind immer Annahmen nötig, z.B., dass man mit Aktien dauerhaft Geld verdienen kann. Wir machen unsere Annahmen, Regeln, Portfolios, Gebühren etc. transparent. Das bezeichnen wir als die aus unserer Sicht besonders wichtige zukunftsorientierte Transparenz, bzw. Transparenz nach vorne, nicht nach hinten.

**Unabhängig:** Wir sind unabhängig von Banken, Versicherungen, Asset Managern, ETF-Anbietern etc.

**Verantwortungsvoll:** Nach zahlreichen Untersuchungen ist verantwortungsvolles Investieren (sogenanntes „Responsible Investing“ oder RI), - also Kapitalanlagen mit Fokus auf Umwelt, soziale und sonstige Wohlverhaltensaspekte -, genauso rentabel bzw. genauso risikoreich wie traditionelle Kapitalanlagen. Wir fokussieren auf verantwortungsvolle Kapitalanlagen. Auch als Unternehmen sind wir bemüht, möglichst verantwortungsvoll zu agieren.

**Wissenschaftlich:** Wir versuchen, neueste wissenschaftliche Erkenntnisse zu berücksichtigen. Prof. Söhnholz hat selbst einige relevante Veröffentlichungen gemacht, z.B. „Asset Allocation, Manager-Selektion und Risiko-Overlay – Das Diversifikationsbuch“ oder Beiträge zu systematisch-prognosefreien bzw. verantwortungsvollen Investieren (siehe [www.prof-soehnholz.com](http://www.prof-soehnholz.com)).

## 9. Literaturverzeichnis und Disclaimer

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](http://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, January

Doeswijk, R.Q.; Swinkels, L. (2024): The Risk and Reward of Investing (October 15, 2024). Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=4937996> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4937996>

DVFA Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Assetmanagement (2023): DVFA-Leitfaden Impact Investing, Oktober 2023

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

Granger, N.; Greening, D.; Harvey, C. H.; Rattray, S.; Zou, D. (2014): Rebalancing Risk, Working Paper, October 3

- 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
- Index Industry Association (2021): Fifth Annual Benchmark Survey Shows Record Growth in Number of ESG Indices, Alongside Broadening of Fixed Income Indices, October 25
- IOSCO (2014): Corporate Bond Markets: A Global Perspective, Volume 1", April
- Jakob, R. 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.
- Pedersen, L. H. (2016): „Sharpening the Arithmetic of Active Management“, Arbeitspapier
- Pettenuzzo, D.; Sabbatucci, R.; Timmermann, A. (2020): Dividend Suspensions and Cash Flow Risk during the COVID-19 Pandemic, Arbeitspapier vom 16. Juni

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Towers Watson (2013): Understanding Smart Beta, August

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

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

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

Vanguard Research (2010): Best practices for portfolio rebalancing, July

Vanguard Research (2015): Best practices for portfolio rebalancing, November

Weber, M. et al. (2015): Genial einfach investieren: Mehr müssen Sie nicht wissen - das aber unbedingt (eBook)

Weigel, E. J. (2016): „That free rebalancing dessert can be costly“, Arbeitspapier, Oktober

Wendt, K. (2017): Positive Impact Investments, Arbeitspapier, 11. Dezember

Whelan, T.; Atz, U.; Van Holt, T.; Clark, C. (2021): ESG and Financial Performance: Uncovering the Relationship by Aggregating Evidence from 1,000 Plus Studies Published between 2015 – 2020 von vom NYU Stern Center for Sustainable Business und Rockefeller Asset Management, Februar

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

# Disclaimer

Wir bieten keine Anlageberatung für Privatkunden an. Keine der hier genannten Überlegungen sind als Anlageberatung zu verstehen. In diesem Dokument sind Links bzw. Verweise auf fremde Internetseiten zu finden. Für die Aktualität bzw. Inhalte solcher Seiten wird keinerlei Verantwortung übernommen. Zur besseren Lesbarkeit des Textes wurden nur männliche Bezeichnungen statt neutraler oder weiblicher verwendet.

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

Diese Unterlage ist von Prof. Dr. Dirk Söhnholz für die Soehnholz ESG GmbH erstellt worden. Die Soehnholz ESG GmbH 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 nicht-private 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 Soehnholz ESG GmbH 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.

© Prof. Dr. Dirk Soehnholz, Soehnholz ESG GmbH 2025, Sandlinger Str. 23, D-29358 Eicklingen