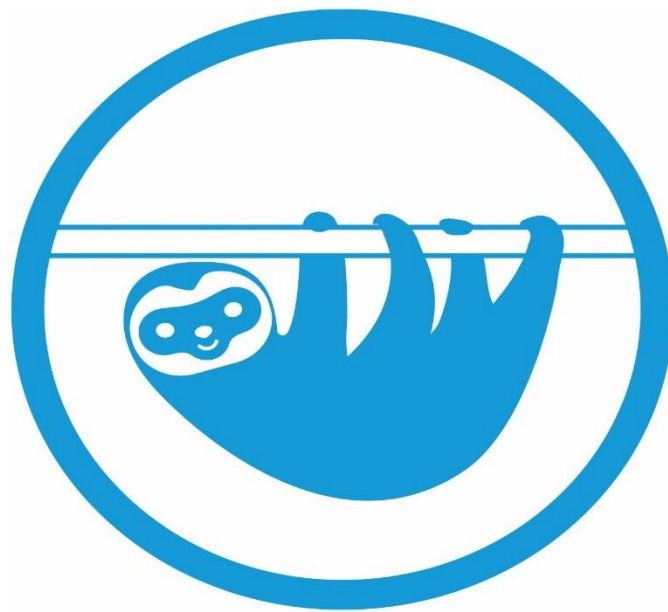


# Das Soehnholz ESG und SDG Portfoliobuch

von Prof. Dr. Dirk Söhnholz

**Stand:** 9.2.2026<sup>1</sup>



---

<sup>1</sup> Wichtigste Änderungen gegenüber der Version von 2024: 1) Es werden keine reinen ESG-Portfolios mehr aktiv angeboten, sondern nur noch ESG+SDG-Portfolios 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 Einzelaktien-basierten 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 Dokumentation zum Weltmarktportfolio wurde gestrichen (Details dazu siehe alte Versionen dieser Dokumentationen in „Archiv“ auf [www.prof-soehnholz.com](http://www.prof-soehnholz.com)), weil Alokationsportfolios nicht mehr aktiv angeboten werden

Hinweis: Die einzelnen Bestandteile dieses Buches sind ab 2015 entstanden. Im März 2021 wurde die Diversifikator GmbH in Söhnholz ESG GmbH umbenannt.

Grobgliederung:

1. Unternehmenskonzept und Investmentphilosophie
2. 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.....	6
1.3.	Unsere Ziele: Attraktive Rendite bei vertretbarem Risiko und hohe Liquidität und Nachhaltigkeit statt Pseudo-Optimierungen.....	8
1.4.	Unsere Prinzipien bzw. „andere“ Investmentphilosophie: Systematisch, aber ohne Prognosen.....	10
1.5.	Unsere Umsetzung: Regelbasierte Allokation mit passiven Instrumenten oder einzelnen Wertpapieren.....	13
1.6.	Keine standardisierte Währungsabsicherung.....	14
1.7.	Individuelle Anpassungsmöglichkeiten für Anleger-Portfolios.....	15
1.8.	„Verantwortungsvolles“ Investieren und neuartiges ESG ETF-Portfolio ab 2016.....	17
1.9.	Institutionelle Ansprüche und Eignung auch für professionelle Anleger.....	19
1.10.	Kritik an kapitalgewichteten und Faktorprodukten.....	20
1.11.	Risikosteuerung über Zeit (Sparpläne).....	22
1.12.	Relativ geringe Kosten im Vergleich zu traditionellen Angeboten.....	23
1.13.	Umsetzung im individuellen Depot (Execution only).....	25
1.14.	Portfolio-Zugang über (ETF-)Dachfonds, fondsgebundene Versicherungen und andere Verpackungen.....	26
1.15.	Selbstbeschränkung des Anlageuniversums auf Fonds und liquide Aktien.....	26
1.16.	Reporting und Monitoring von Modellportfolios.....	27
1.17.	Risiken und Interessenkonflikte.....	28
1.18.	Über uns.....	29
2.	ETF-Portfolios: Asset Allokation und ETF-Selektion.....	31
2.1.	SDG ETF-Portfolios ab 2019.....	31
2.2.	Best-in-Universe ESG-Scores sind viel strenger als Best-in-Class Scores.....	40
2.3.	Warum SDG-Umsätze so wichtig sind und einige Statistiken dazu.....	42
3.	Direktes Aktienkonzept: Eigenportfolios.....	50
3.1.	Begründung für das Vorgehen bei der Portfoliobildung.....	50

3.2.	Das Vorgehen für die ESG SDG Modell- und Eigenportfolios und den FutureVest Equity Sustainable Development Goals R Fonds.....	52
3.3.	Hintergrund zum Global Equities ESG SDG Index (ab 2027) und den ESG SDG Portfolios	59
4.	Der FutureVest Equity Sustainable Development Goals Fonds.....	63
5.	Portfolios aus klassischen Investmentfonds mit hohen SDG-Vereinbarkeiten (ab 2025)	71
6.	Portfolioüberblick und Veränderungssystematik.....	75
6.1.	Portfolio(regel)überblick.....	75
6.2.	Vorbemerkungen zu systematischen Portfolioveränderungen im Zeitverlauf.....	79
6.3.	Rebalancierungen.....	79
6.4.	Vorgehen bei der regelmäßigen systematischen Portfolioüberprüfung der Modellportfolios und unterjährige Änderungen.....	82
6.5.	Maximale Portfolio-Nachhaltigkeit: Was geht? .....	88
7.	Unsere Nachhaltigkeitspolitik.....	93
7.1.	Kurzfassung von „Purpose“ und „Theory of Change“ der Soehholz ESG und der Soehholz Asset Management GmbH .....	93
7.2.	Ausgangslage.....	95
8.	Manchmal gestellte Fragen und Antworten und warum wir 80% anders sind .....	100
8.1.	Wie sind das Geschäftsmodell und die (Regulierungs-)Hintergründe der Soehholz ESG GmbH?	100
8.2.	Ist die Soehholz ESG GmbH zu klein?.....	100
8.3.	Welche operationalen Risiken gibt es? .....	101
8.4.	Was für Kosten fallen für die Nutzung der Services der Soehholz ESG GmbH an? .....	102
8.5.	Welche Performances und Rückrechnungen sind verfügbar? .....	102
8.6.	Wieso sind wir 80% anders? .....	103
9.	Literaturverzeichnis und Disclaimer .....	105

# 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 Soehholz ESG GmbH<sup>2</sup> liefert Beratern<sup>3</sup> besonders verantwortungsvolle Geldanlageportfolios.

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

Meines Wissens war Diversifikator im März 2016 weltweit der erste Anbieter eines öffentlichen Environmental-, Social- und Governance (ESG) ETF-Portfolios<sup>4</sup>. Aber auch in einem solchen Portfolio sind viele Wertpapiere enthalten, die nicht besonders nachhaltig erscheinen. Ab Anfang 2017 wurden deshalb zusätzlich ESG-Modellportfolios auf Basis von Aktien (direkt statt ETF-basiert) angeboten. Im Laufe der Jahre wurden zahlreiche weitere innovative Portfolios entwickelt. Seit Ende 2023 liegt der Fokus vor allem auf ESG-Portfolios, die sich an den Sustainable Development Goals (SDG) der Vereinten Nationen orientieren.

Die Soehholz ESG GmbH bietet nur **regelbasierte**, **evidenzbasierte**, **transparente**, **robuste** und **optimierungsfreie** („RETRO“) Investmentlösungen an.

Diese können Stand-Alone oder 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.

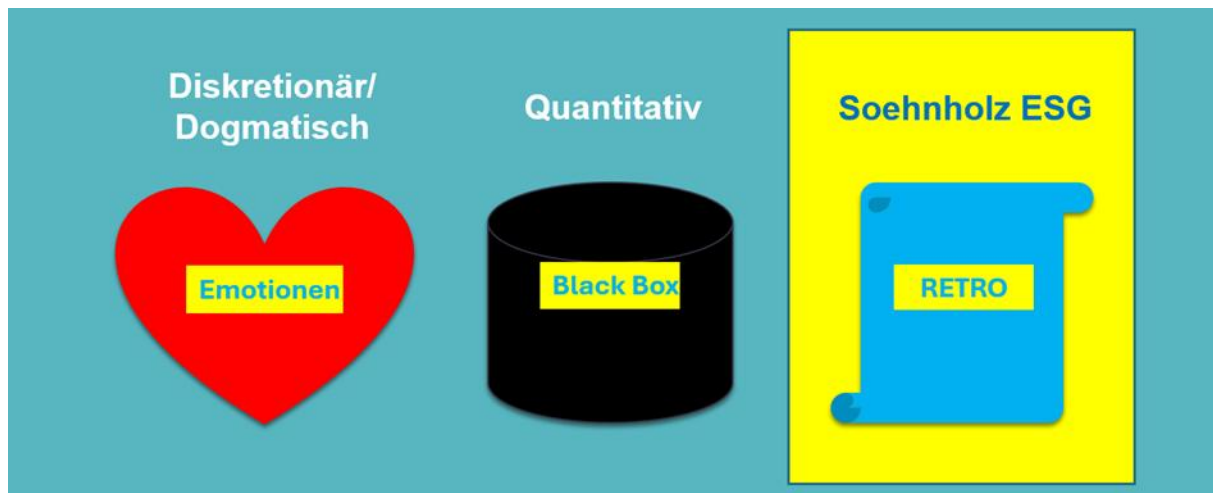
---

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

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

<sup>4</sup> ETF steht für Exchange Traded Funds. Damit sind meist relativ breit gestreute anlagesegmentspezifische passive bzw. regelbasierte Index-abhängige Investmentportfolios gemeint, deren Bestandteile 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:

**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 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.

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>6</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.

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 nicht reguliert sein müssen. Dafür arbeiten wir gerne mit regulierten Partnern zusammen. Bei Bedarf können wir unsere Services auch unter einem Haftungsdach anbieten<sup>7</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>8</sup>. Wir erhalten aber Servicegebühren von Beratern bzw. Banken und

---

<sup>6</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

<sup>7</sup> Dafür arbeiten wir mit der honorarbasierten DWPT Deutsche Wertpapiertreuhand GmbH zusammen (nicht exklusiv)

<sup>8</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.

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 können.

**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 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>9</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.

---

<sup>9</sup> Vgl. [Kann institutionelles Investment Consulting digitalisiert werden? Beispiele. - Responsible Investment Research Blog](#)

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 nehmen. Anleger müssen demnach bei aktienlastigen Portfolios damit rechnen, in Krisen zumindest kurzfristig durchaus 50% Wertverluste zu haben.<sup>10</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 höheren Nachhaltigkeitsrisiken geführt. Nach langjährigen Erfahrungen mit illiquiden Investments und auf Basis aktueller wissenschaftlicher Studien sind wir zudem der Ansicht, dass es – unter anderem aus Kostengründen - für die meisten Anleger keine Renditeprämie für illiquide Anlagen (mehr) gibt.

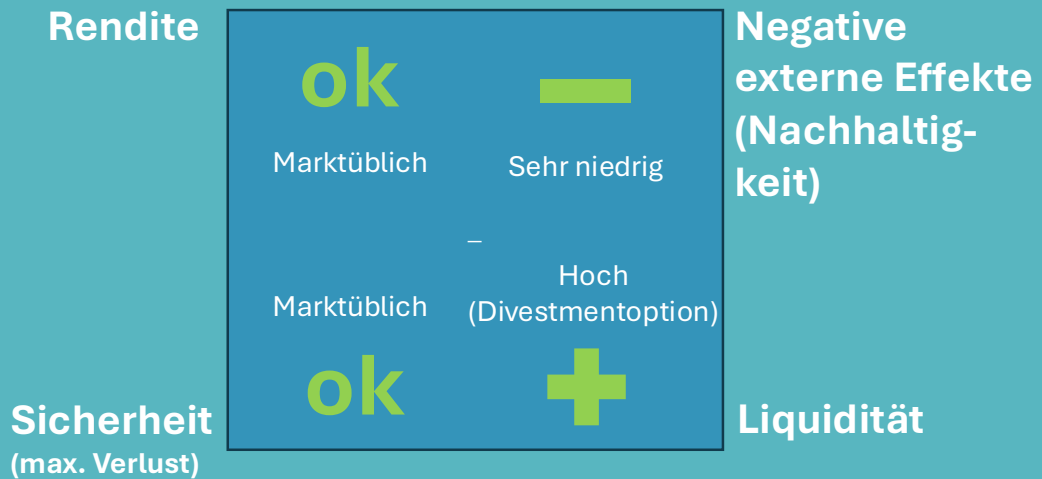
Nachhaltigkeit ist uns besonders wichtig. Wenn es keine Rendite- oder Risikonachteile für nachhaltige Investments gibt, spricht alles für solche Investments. Wir streben deshalb danach, möglichst nachhaltige (liquide) Portfolios anzubieten.

Damit sollen vor allem potenzielle negative Effekte (wie Umwelt- und Sozialschäden) bzw. Kosten von wenig-nachhaltigen Portfolios vermieden werden.

---

<sup>10</sup> Siehe dazu auch die Rückrechnungen in diesem Buch oder auch [www.portfoliocharts.com](http://www.portfoliocharts.com)

# 1. Schritt: (Meine) Ziele



Soehnholz ESG GmbH

Wir möchten erreichen, dass Berater jederzeit in der Lage sind, unsere Portfolios zu verstehen. Wir legen ihnen deshalb die Zusammenstellung unserer Portfolios 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.

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>11</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 der von uns in der Vergangenheit genutzte Trendfolge-Ansatz 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>12</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 Erreichung der Anlegerziele gemeint. Mit einem solchen robusten Ansatz wird nicht angestrebt, in irgendwelchen Vergleichsranglisten weit oben zu stehen.

Wir denken, dass es keine optimale Asset Allokation gibt, Diversifikation wichtig ist<sup>13</sup> und man gute Renditen am besten mit möglichst kostengünstigen Lösungen umsetzt<sup>14</sup>.

Wir setzen vor allem aus Renditengründen auf Diversifikation: Da wir nicht wissen (bzw. nicht prognostizieren können), welche Investments künftig am besten rentieren werden, nehmen wir grundsätzlich alle nennenswerten Investments ins Portfolio, die eine positive Rendite erwarten lassen.

---

<sup>11</sup> s. Söhnholz 2013b, S. 65

<sup>12</sup> s. Bhattacharya et al. 2012

<sup>13</sup> s. Söhnholz et al. 2010

<sup>14</sup> s. z.B. Faber 2015, S. 104

Wir arbeiten damit nicht annahmefrei, denn von allen Investments im Portfolio erwarten wir grundsätzlich die Möglichkeit, positive Renditen beizutragen. 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>15</sup>.

Wir nehmen zusätzliche Investments nur dann ins Portfolio, wenn sie sich nennenswert von bereits im Portfolio befindlichen Investments unterscheiden<sup>16</sup>. Wir nutzen aber keine Korrelationsprognosen.

**Tabelle: Überblick über unsere wesentlichen portfoliorelevanten Investmentüberzeugungen<sup>17</sup>**

Grundüberzeugung	Konsequenz
Dauerhaft gute ökonomische und besonders Finanzmarktprognosen sind schwierig	Prognosefreie Kapitalanlage
Portfoliokonstruktionen (Optimierungen) reagieren oft sehr sensibel in Bezug auf die Änderung von Inputdaten	Robuste, einfache Ansätze statt (Pseudo-) Optimierungen <sup>18</sup>
Vergangene Rendite ist oft kein guter Indikator für künftige Renditen	Vergangene Performance ist kein Selektionskriterium. Investments auch in Anlagen ohne (guten) Track Record
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
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 Investments
Verlustrisikomaße sind besser als Schwankungen (Volatilität) als Risikomaße geeignet.	Fokus auf maximale Verluste
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
Verantwortungsvolles Investieren (ESG) ist eher positiv als negativ in Bezug auf Rendite und/oder Risiko einzuschätzen	Konsequent ESG- und SDG-kompatibel anlegen

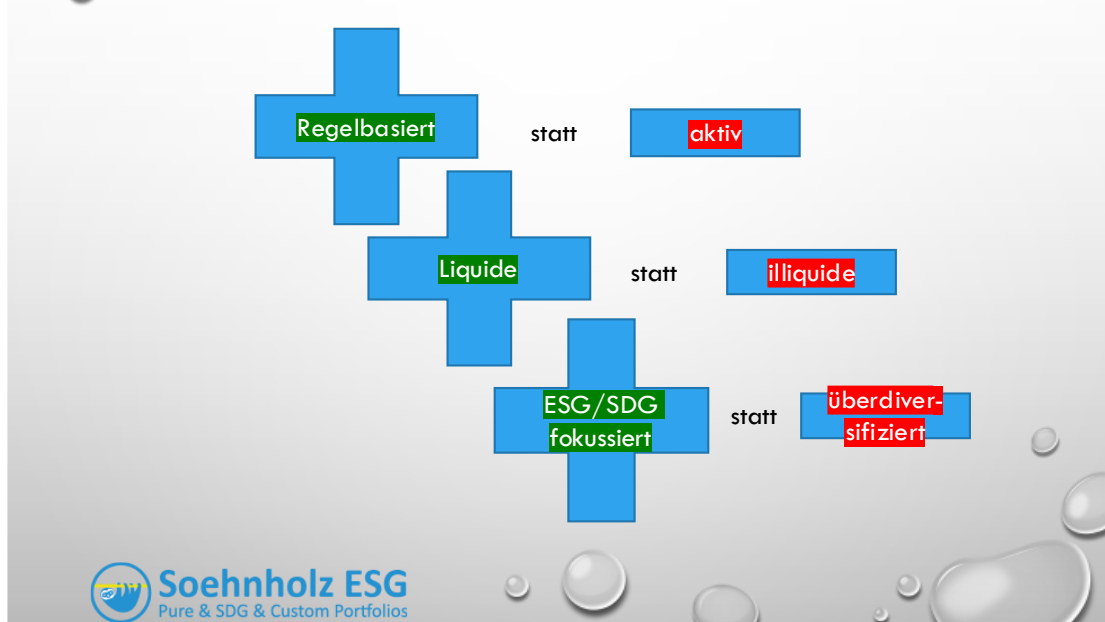
<sup>15</sup> d.h. grundsätzlich so lange wie die Yield-to-Maturity bzw. Rendite bis zum Ablauf des Produktes negativ ist

<sup>16</sup> zur schwierigen Bestimmung bzw. Abgrenzung von Assetklassen siehe Söhnholz/Rieken/Kaiser 2010, S. 35 und 187-189

<sup>17</sup> Details bzw. Begründungen und weiterführende Literaturhinweise dazu finden sich in diversen Publikationen von Söhnholz

<sup>18</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

# Meine Investmentlogik



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

Eine rein passive Kapitalanlage ist nicht möglich<sup>19</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>19</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>20</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 Langem 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<sup>21</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>22</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>23</sup>.

## 1.6. 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

---

<sup>20</sup> Vgl. [30 stocks, if responsible, are all I need - Responsible Investment Research Blog \(prof-soehnholz.com\)](https://www.prof-soehnholz.com)

<sup>21</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>22</sup> Durch sinkende Handelskosten ist dieses Thema seit 2019 weniger wichtig geworden, allerdings spielen steuerliche Effekte in Deutschland wieder eine Rolle

<sup>23</sup> Vgl. dazu Abschnitt zu SDG-Umsätzen, dem FutureVest Fonds bzw. Portfolios von aktiven Fonds

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.

Wir gehen davon aus, dass Anlageportfolios nicht dauerhaft unverändert gelassen werden sollten. Wir halten sogenannte Rebalancierungen grundsätzlich für geboten<sup>24</sup>. Wenn man z.B. mit 50% Aktien und 50% Anleihen startet und Aktien im Lauf der Zeit 20% gewinnen, während Anleihen keine Wertveränderung zeigen, macht es unseres Erachtens Sinn zu prüfen, ob nach einer gewissen Zeit die Quoten wieder auf 50/50 geändert werden sollten. So würde antizyklisch ein Teil der gut gelaufenen Aktien verkauft, um nicht so gut gelaufene Anleihen zu kaufen.

Die Frage ist, wie oft diese 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 Änderungen<sup>25</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.

Deshalb halten wir es für gerechtfertigt, ein Mal pro Jahr die Allokation unseres Modellportfolios zu überprüfen.

## 1.7. Individuelle Anpassungsmöglichkeiten für Anleger-Portfolios

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

Aktienportfolios sind 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

---

<sup>24</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.

<sup>25</sup> dazu siehe auch Vanguard 2010 oder DeMiguel/Garlappi/Uppal 2009

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 ein Portfolio durchaus erheblich an Wert verlieren<sup>26</sup>. 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>27</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.

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>28</sup>.

Sogenannte OGAW-bzw. UCITS-Fonds<sup>29</sup> sind zwar nicht durch den Einlagensicherungsfonds abgesichert, gelten aber als sicher vor fremden unberechtigten Zugriffen, da sie Sondervermögen sind<sup>30</sup>. Nach Problemen in der Vergangenheit gelten nach Regulierungsänderungen

---

<sup>26</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>27</sup> siehe auch <https://bankenverband.de/service/einlagensicherung/sicherungsgrenze-abfragen>

<sup>28</sup> konzeptionell folgen wir an dieser Stelle dem sogenannten 2-Fonds Theorem s. Tobin 1958

<sup>29</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>30</sup> siehe BVI 2014

Geldmarktfonds inzwischen als relativ sicher vor nennenswerten Verlusten<sup>31</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.

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

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

Wir bieten systematisch-prognosefreie Portfolios an, 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>32</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>33</sup>. 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>34</sup>.

Also spricht nichts dagegen und viel dafür, solche Portfolios umzusetzen. Allerdings fanden 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>35</sup>. Unter passend verstehen wir eine Anwendung umfassender

---

<sup>31</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)

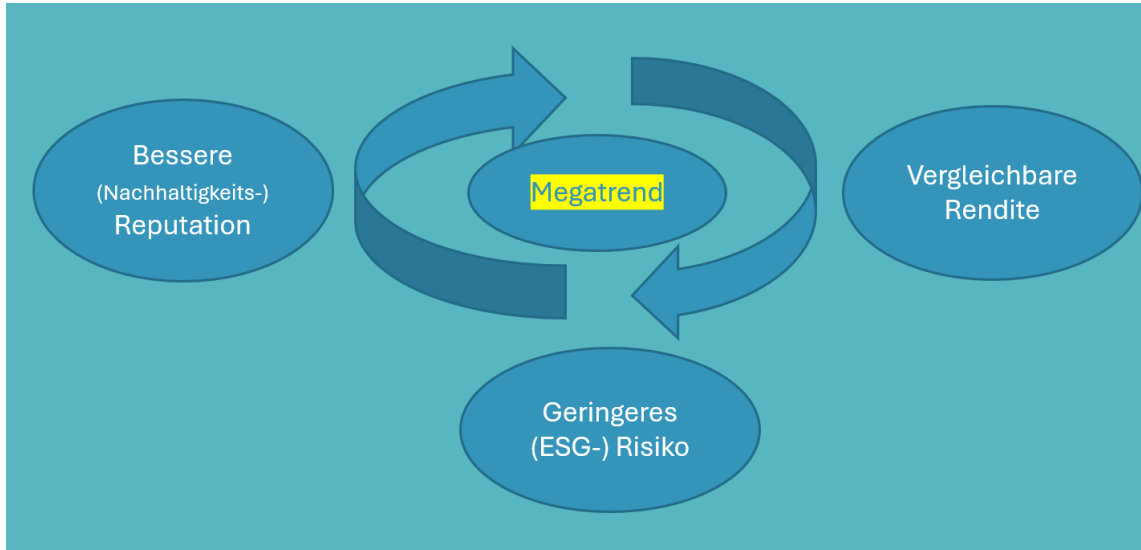
<sup>32</sup> Details siehe Söhnholz/Frank 2018

<sup>33</sup> siehe Söhnholz 2014b; Hale 2016

<sup>34</sup> vgl. UNEP 2015

<sup>35</sup> siehe <http://prof-soehnholz.com/verantwortungsvolle-investments-im-vergleich-sri-etfs-sind-besser-als-esg-etfs/>

Ausschlüsse und strenger ESG-Regeln bzw. sogenannter ESG-Scores<sup>36</sup>. Dafür werden von Datenanbietern oft über 100 ESG-Kriterien pro Aktie erhoben. Die erhobenen Daten unterscheiden sich von Anbieter zu Anbieter und auch die Aggregation der Daten ist unterschiedlich. So nutzen einige Datenanbieter und auch Anleger Ausschlusskriterien. Die meisten arbeiten dabei mit einem branchenbezogenen Best-In Class Konzept<sup>37</sup>, während wir möglichst branchenunabhängige Best-in-Universe Scores bevorzugen.



---

<sup>36</sup> ESG-Scores umfassen ESG-Ratings und vergleichbare Kennzahlen von nicht zugelassenen ESG-Ratinganbietern, d.h. sogenannten ESG Datenanbietern

<sup>37</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/>



### 1.9. 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 wir unterschiedlichen institutionellen Implementierungs-bedürfnissen flexibel nachkommen und bei Bedarf auch ein institutionelles Reporting liefern können, gibt es viele Gründe, warum unsere Portfolios auch für institutionelle Anleger interessant sein sollten. Zudem haben wir langjährige institutionelle Erfahrung.

## Meine 2-3 Nachhaltigkeitsfragen



Was wir allerdings nicht selbst anbieten, ist ein 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.

### 1.10. Kritik an kapitalgewichteten und Faktorprodukten

Fast alle allgemein bekannten Aktienindizes nutzen Kapitalisierungsgewichtungen<sup>38</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.

<sup>38</sup> Gewichtung = Kurs \* Anzahl der relevanten Aktien

Besonders in den USA wuchs der Sektor der sogenannten Smart-Beta ETFs<sup>39</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>40</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 etc.) im Vordergrund steht. So meinen einige Wissenschaftler<sup>41</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>42</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

---

<sup>39</sup> Morningstar spricht von Strategic Beta

<sup>40</sup> s. Söhnholz 2012b, u.a. deshalb sind die direkten Aktienportfolios so gewichtet

<sup>41</sup> z.B. Fama/French 2013 mit ihren Faktormodellen

<sup>42</sup> Für „Value“ gibt es dutzende von unterschiedlichen Definitionen

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.

## 1.11. Risikosteuerung über Zeit (Sparpläne)

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>43</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.

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.

---

<sup>43</sup> s. z. B. Malkiel/Ellis 2013, S. 128-131

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>44</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>45</sup>. Allerdings sind die Anforderungen an gute Signalsysteme sehr hoch<sup>46</sup>.

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

Für eine gute Rendite sind niedrige Kosten wichtig<sup>47</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>48</sup> (0,19% bei 1%) auf diese Servicegebühr zusätzlich erhoben werden. Hinzu kommen die Kosten für den Kauf-

---

<sup>44</sup> siehe z.B. Weber et al. 2015

<sup>45</sup> s. z.B. Geczy/Samonov 2015, Lempérière et al. 2014 und Hurst/Ooi/Pedersen 2012

<sup>46</sup> siehe z.B. Söhnholz/Rieken/Kaiser 2010, S. 111-116

<sup>47</sup> s. z.B. Faber 2015, S. 104

<sup>48</sup> 16% von Juli bis Dezember 2020

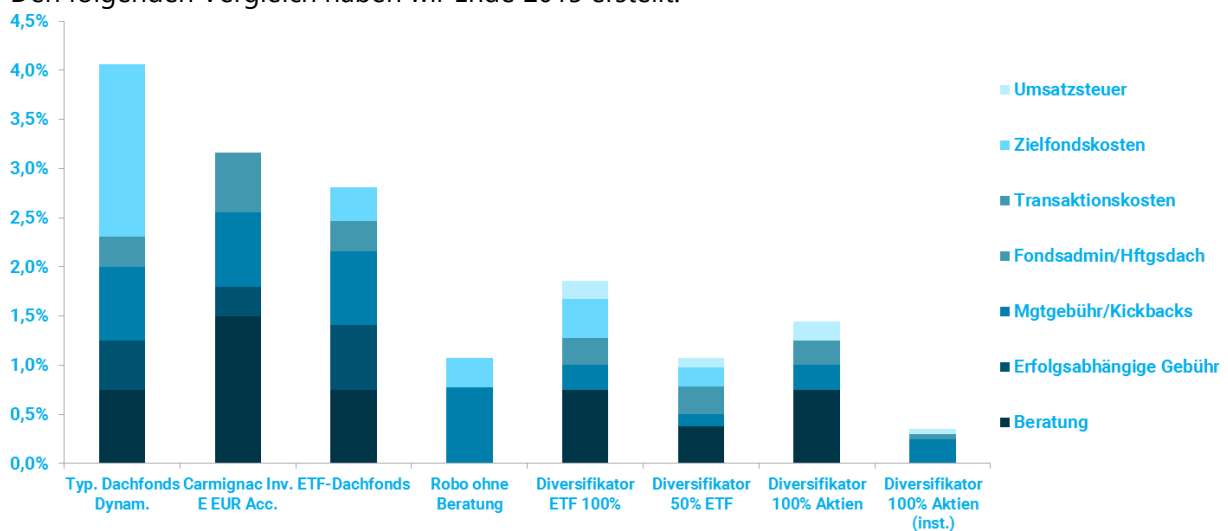
und Verkauf der Wertpapiere im Depot, die depotbankabhängig sind. Ausgabeaufschläge, sonstige Einmalgebühren oder laufende Gebühren fallen für unsere Modellportfolios nicht an<sup>49</sup>.

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>50</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>51</sup>). Bei Fondsinvestments fallen diese Gebühren aber auch auf den renditefreien bzw. renditearmen „Cash“-Teil des Portfolios an.

Insgesamt war 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).

Den folgenden Vergleich haben wir Ende 2015 erstellt:



<sup>49</sup> Mögliche Ausnahmen: Nutzung des von uns beraten Fonds bzw. Portfolios aktiver Fonds

<sup>50</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>51</sup> s. Petersmann-Institut in Heuser 2015, S. 226

### 1.13. 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 zehn- bis fünfzehntausend Euro Wertpapier-Anlagevolumen sind 1% nur 100 bis 150 EUR und entsprechen damit den Mindestkosten für eine einzige Beraterstunde. Wenn man die hohen Anforderungen an gute Beratung bzw. Berater betrachtet, ist es nicht verwunderlich, wenn man für – aus Beratersicht - 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>52</sup>

#### **1.14. 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. 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.

#### **1.15. Selbstbeschränkung des Anlageuniversums auf Fonds und liquide Aktien**

---

<sup>52</sup> Bei der Nutzung sogenannter „Gratisbroker“ spielen diese Kosten keine große Rolle mehr

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.

## 1.16. 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 nicht immer hilfreich, denn selbst wenn nur ein einziges Portfolio umgesetzt wird, können sich Anlegerdepots für dieses Portfolio vor allem nach Erstinvestment- und Rebalanzierungszeitpunkten 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>53</sup>.

Wir bieten unseren Partnern aber Nachhaltigkeitsreportings für die Modellportfolios an.

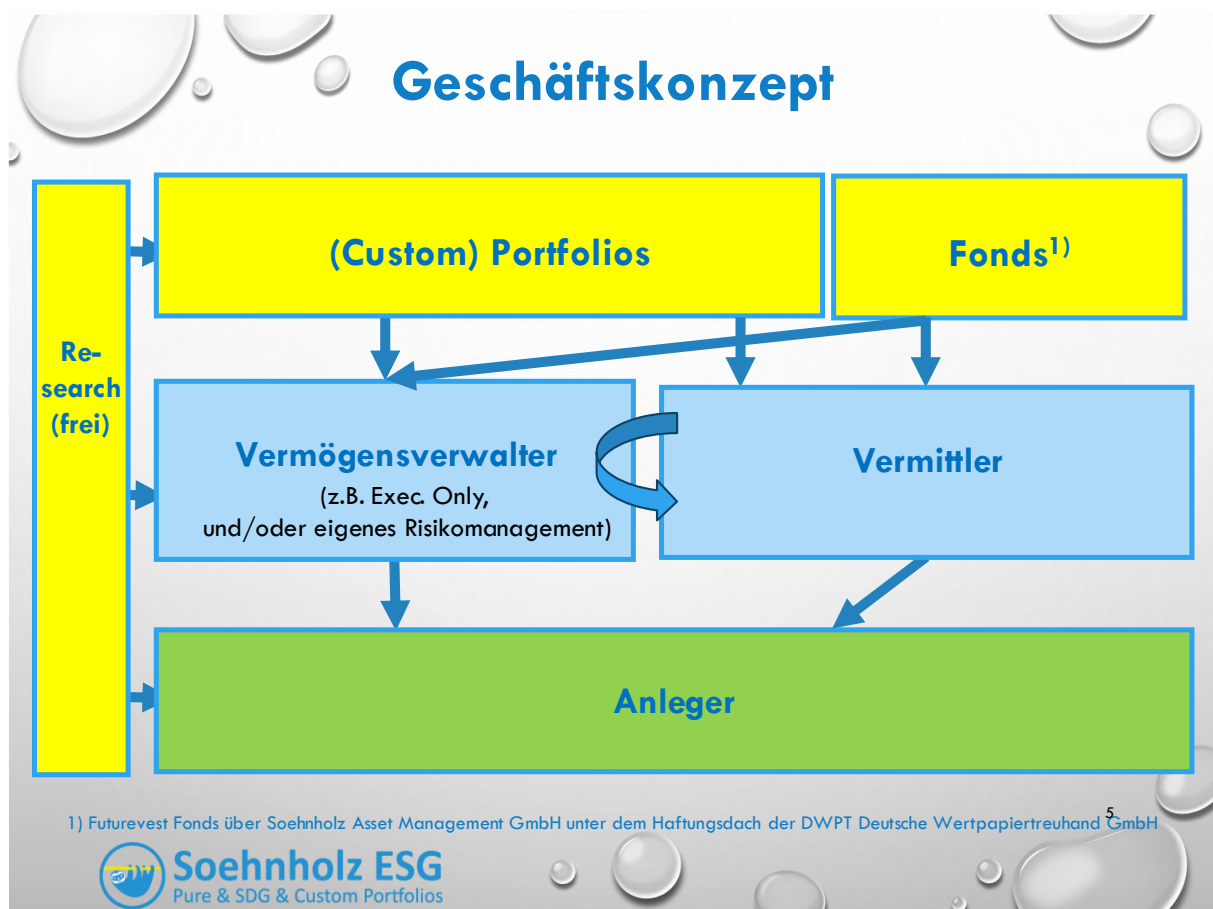
---

<sup>53</sup> Es gibt jedoch zunehmend günstige ETF-Sparpläne bzw. „kostenlose“ Broker. Sparplaneffekte können auf [www.portfoliovisualizer.com](http://www.portfoliovisualizer.com) selbst getestet werden, vgl. Backtest Portfolio, dann Backtest Asset Allocation und der Cashflow-Funktion

## 1.17. 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 diversifizierten Gesamtportfolio inklusive Anleihen nicht über 10% liegen. Für reine Aktienfondsportfolios kann der Anteil entsprechend höher ausfallen.



## 1.18. Über uns

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.



### Prof. Dr. Dirk Soehnholz

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 Soehnholz ESG GmbH:

2007: Sustainable PE Dachfonds

2013: ESG Immo & Infra Aktienfonds



### Soehnholz ESG GmbH:

2015: ESG ETF-Portfolio

2016: Pure ESG Aktienportfolios

2017: ESG + SDG Portfolio

2019: SDG ETF-Portfolio

2024: SDG Eigenportfolios

2025: SDG Fonds-Portfolios

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

### 2.1. SDG ETF-Portfolios ab 2019

Für SDG ETF-Portfolios erfolgt die Selektion Bottom-Up wie folgt:

- 1) Es werden nur ETFs berücksichtigt, die möglichst vereinbar mit den Nachhaltigen Entwicklungszielen der Vereinten Nationen (UN SDG) erscheinen, d.h. die mindestens 50% Netto-„SDG Revenue Alignment“ erreichen.
- 2) Zusätzlich soll der aggregierte ESG-Score mindestens 50 (Vorjahr: 40) sein.
- 3) Portfolios werden in Bezug auf Konzentrationsrisiken analysiert. Einzelne Wertpapiere sollen dabei nicht mehr als 5% Portfolioanteil haben.

Wir haben seit 2015 die nachhaltigsten ETFs für unsere Portfolios gesucht. Mitte 2025 haben wir das aktive Angebot von ESG-ETF-Portfolios eingestellt und bieten nur noch SDG-Portfolios an.

Seit Ende 2021 nutzen wir das Nachhaltigkeits-Fondsscoring von Clarity.ai für die ETF-Selektion. Ein Nachteil bis dahin war, dass wir nur Best-in-Class Scores nutzen konnten und nicht den von uns vorgezogenen Best-in-Universe Absatz<sup>54</sup>. Ab 2024 standen auch SDG-Umsätze zur Verfügung.

Damit können wir grundsätzlich einzeltitelbasierte separate Umwelt-, Sozial- und Governancescores beachten. 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.

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>54</sup> Beim Best-in-Class Ansatz werden Unternehmen innerhalb von Klassen geteilt, 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

Grün: OK, Orange: Nicht OK

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

# Daten für Investment- und Investor-Impact

Ranking table<sup>ii</sup>

Key: percentage scores

- 87.5 > 100
- 75 > 87.5
- 62.5 > 75
- 50 > 62.5
- 37.5 > 50
- 25 > 37.5
- 12.5 > 25
- 0 > 12.5

Asset Manager	Country	Ranking	Score	Environment	Social	Lobbying	Votes against Management items
GenAM	Italy	1	98%	100%	95%	100%	
BNP Paribas Asset Management	France	2	97%	97%	99%	95%	
PGGM Investments	Netherlands	3	97%	95%	99%	97%	
Eurizon Capital	Italy	4	96%	97%	97%	98%	
MN	Netherlands	5	96%	94%	99%	94%	

Vergleichs-Scores: Vanguard 0%, Dimensional 1%, Blackrock 5%, ....

Quelle: ShareAction | Voting Matters 2024

Soehnholz ESG GmbH

Ein Nachteil unseres ESG-Scoring-basierten Ansatzes ist, dass wir aktivitätsbasierte Ausschlüsse nicht mit vertretbarem Aufwand für die ETF-Selektion berücksichtigen können. Durch den Fokus auf relativ hohe netto-SDG Umsätze und ESG-Scores sind negative Aktivitäten aber relativ selten. Außerdem können wir bei Bedarf Reports mit potenziell kritischen Aktivitäten zur Verfügung stellen.

Ab 2025 spielen regulatorische Kategorien wie nach Offenlegungsverordnung Artikel 9 keine Rolle mehr für unsere Selektion.

## 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 Vereinigten 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>55</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.

---

<sup>55</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))

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.

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.

# Das WIE und WAS nachhaltiger Geldanlage (konzeptionell)



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

## SDG ETF-Portfolios ab 2024

Für 2023 wurde zusätzlich das Selektionskriterium „Artikel 9 nach Offenlegungsverordnung“ (SFDR) genutzt<sup>56</sup>, das für 2025 jedoch gestrichen wurde, weil die seit 2024 genutzten SDG-Umsätze sich als besseres Selektionskriterium erwiesen haben<sup>57</sup>. Konkret stehen damit mehr sozial ausgerichtete ETFs und mehr ETF-Anbieter für die Auswahl zur Verfügung.

Ab 2025 werden 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

<sup>56</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>57</sup> Vgl. [SDG-Umsätze: Die wichtigste Nachhaltigkeitskennzahl - Responsible Investment Research Blog](#)

Diversifikation zu erreichen, wurde dafür die ESG-Anforderung auf mindestens 40 statt 50 von 100 reduziert. Diese Anforderung konnte für 2026 wieder auf 50 erhöht werden.

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

## SDG-Ergebnis 2026: 9 ETFs

1. Wasser
2. Saubere Energie
3. Wind
4. CleanTech
5. Industrie
6. Bio-Engineering
7. Genomics
8. Healthcare Innovation
9. Telemedizin



# Soehnholz ESG

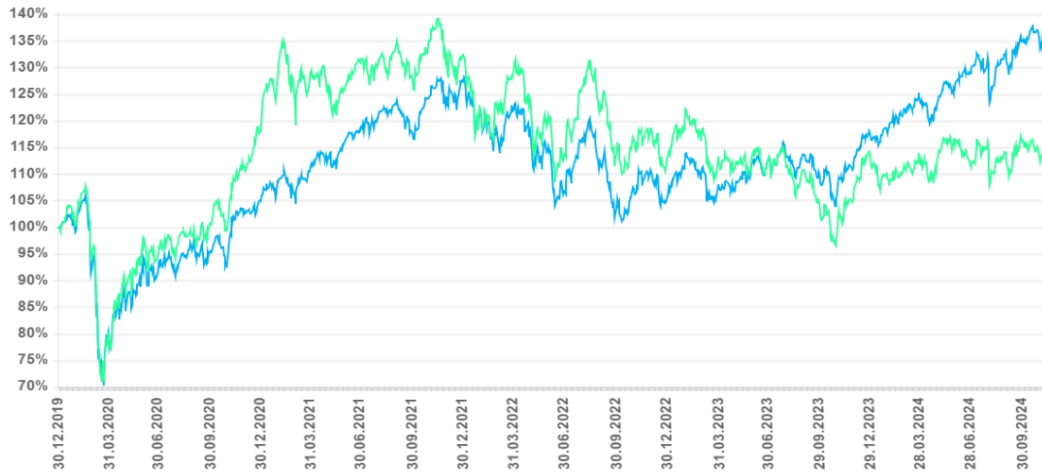
Pure & SDG & Custom Portfolios

Performance [Portfolio-Selektion](#)

[ESG/SDG](#) [Über uns](#) [Kosten](#)

[B2B](#) [Dokumente](#) [AGB](#) [Datenschutz](#)

[FAQ](#) [Archiv](#) [Impressum](#)



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 [+](#)



# Soehnholz ESG

Pure & SDG & Custom Portfolios

Performance [Portfolio-Selektion](#)

[ESG/SDG](#) [Über uns](#) [Kosten](#)

[B2B](#) [Dokumente](#) [AGB](#) [Datenschutz](#)

[FAQ](#) [Archiv](#) [Impressum](#)



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 [+](#)

## 2.2. 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 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 Clarity.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	My fund (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%).

## 2.3. 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>58</sup>:

### **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

---

<sup>58</sup> Vgl. [SDG-Umsätze: Die wichtigste Nachhaltigkeitskennzahl - Responsible Investment Research Blog](#)

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 Anwendern der strengen Netto-Aktivitätsmethode kann es noch große Unterschiede geben. In der einfachen Variante werden zum Beispiel alle komplett auf Gesundheit oder erneuerbare Energien fokussierten Unternehmen als zu 100% SDG-kompatibel klassifiziert. Andere Anbieter schränken die Anrechnung aber ein, zum Beispiel 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**

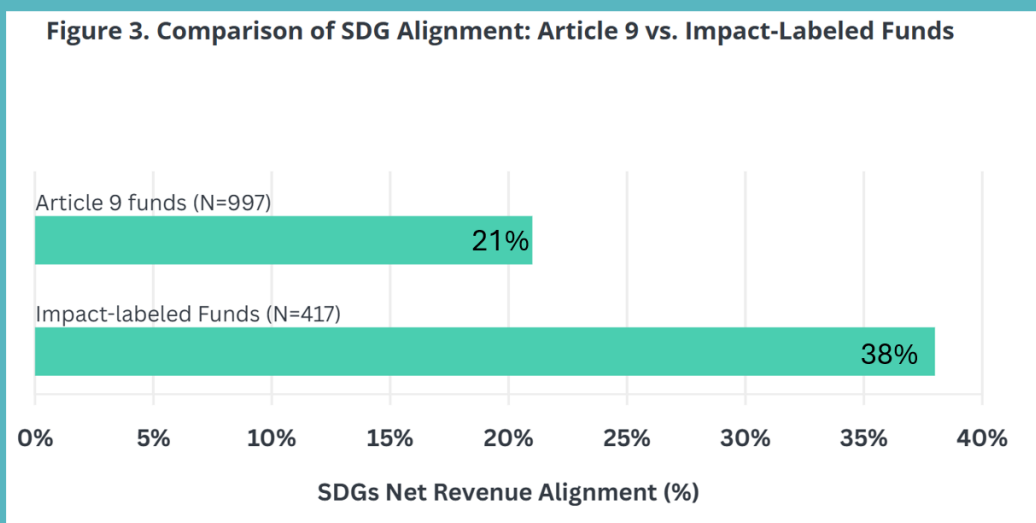
Aus über dreissigtausend Aktien mit ausreichenden Nachhaltigkeitsdaten sind nach Anwendung meiner strengen Nachhaltigkeitsanforderungen noch ungefähr 150 mit mindestens 50% netto-SDG Umsatzvereinbarkeit übrig. Davon haben etwas mehr als die Hälfte über 90% SDG-Umsatz. Aus diesen bilde ich ein Portfolio 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).

## Geringe SDG-Alignments von Art. 9 Fonds



Quelle: [https://clarity.ai/research-and-insights/un-sdgs/sdg-revenue-alignment-bringing-clarity-to-impact-investing/#SDG\\_Revenue\\_Alignment\\_The\\_Straightforward\\_and\\_Effective\\_Tool\\_for\\_Measuring\\_Impact](https://clarity.ai/research-and-insights/un-sdgs/sdg-revenue-alignment-bringing-clarity-to-impact-investing/#SDG_Revenue_Alignment_The_Straightforward_and_Effective_Tool_for_Measuring_Impact).  
 SDG 3 (Gesundheit) Basis: Berücksichtigt werden von Clarity.ai nur Lösungen für die 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.

### 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:

Fonds	Segment	SDG-Umsatz (netto)
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 Soehnholz 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:

Fonds	Segment	SDG-Umsatz (netto)	ESG-Score (BiU)	(SDG+ESG)/2
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:

Fonds	Segment	SDG-Umsatz (netto)	ESG-Score (BiU)	(SDG+ESG)/2
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. Mit einem erheblich stärker diversifizierten Portfolio aus aktiven Fonds komme ich im Jahr 2025 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>59</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>60</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>61</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 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

---

<sup>59</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>60</sup> Die meisten Untersuchungen beziehen sich auf Aktien, s. Friede/Busch/Bassen 2016 und Whelan/Atz/VanHolt/Clark 2021

<sup>61</sup> Wir nutzen eine individualisierte Version des DVFA FRIPI Modells, Details siehe Abschnitt „Nachhaltigkeitspolitik“

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>62</sup>.

Zumindest für Aktien zeigen die meisten Studien, dass verantwortungsvolles Anlegen nicht mit niedrigeren Renditen oder höheren Risiken verbunden ist<sup>63</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.

### **3.2. 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, von Vermögensverwaltern oder von Interessenten selbst zusammengestellt werden können. Die Listen

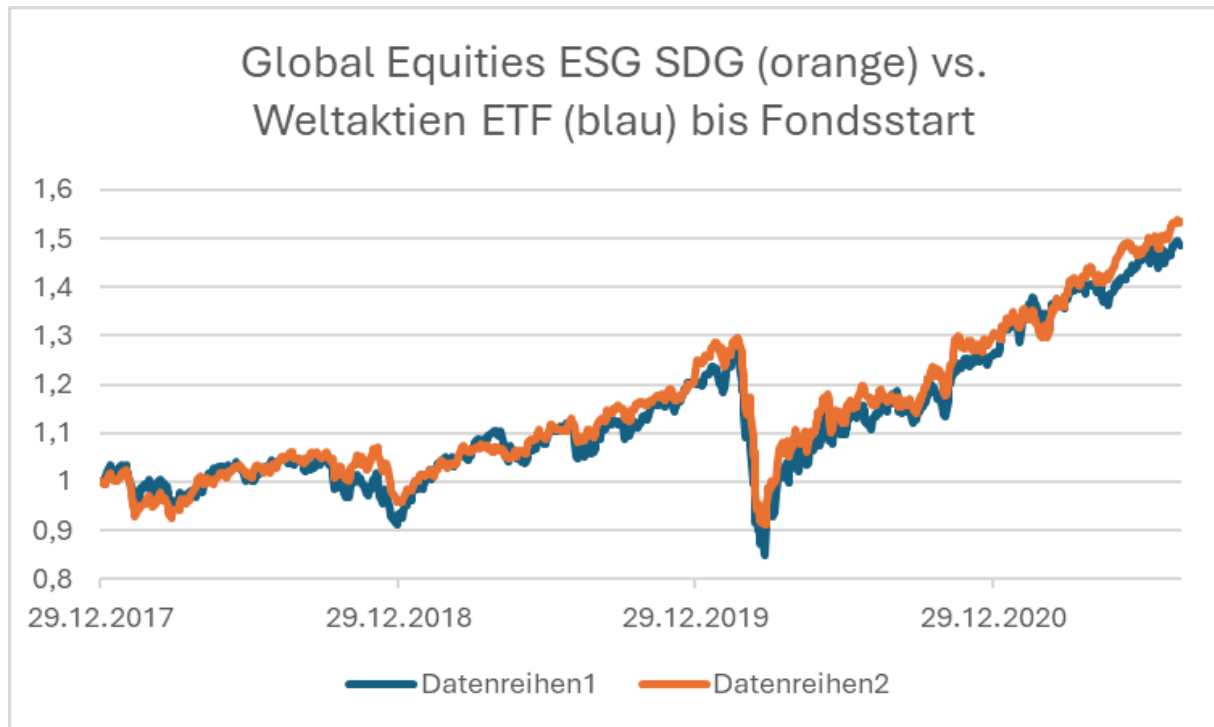
---

<sup>62</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>63</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.

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>64</sup>). Sie enthält typischerweise ca. 100 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>65</sup>. Die Titel sollen idealerweise zum jährlichen Selektionszeitpunkt (meist Jahresanfang) ungefähr

<sup>64</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.

<sup>65</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)

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.

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>66</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>67</sup> werden folgende Kriterien genutzt:

#### Aktienselektion 2026

1. Stufe Basisliste: Auf Basis aller bisherigen Selektionen und Wettbewerbs- und Medienanalysen wird eine Longlist von potenziellen Investments gepflegt.
2. Stufe Öko-/Sozialsegmentierung: Die Longlist wird in primär ökologisch orientierte und primär soziale (v.a. Gesundheits-) Unternehmen getrennt und im Folgenden werden beide Listen getrennt aber nach identischen Kriterien analysiert.
3. 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,

---

<sup>66</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>67</sup> Aktuell deckt unser Nachhaltigkeitsdatenanbieter Clarity.ai mehr als fünfunddreissigtausend Aktien mit ausreichenden Nachhaltigkeitsinformationen ab

werden ausgeschlossen<sup>68</sup>. Zusätzlich werden Länder mit Handelsbeschränkungen ausgeschlossen<sup>69</sup>.

4. Stufe: Es sind nur Aktien zulässig, die auf Basis der Daten des primären Anbieters mindestens 66% (Eigenportfolio-Liste) bzw. 95%<sup>70</sup> (Fonds) SDG-vereinbaren Netto-Umsatz erzielen. Negativer SDG-Umsatz ist nicht zulässig
5. Stufe: Es muss ein zu den jeweils Top 50% gehörender<sup>71</sup> E, S und G (Best-in-Universe) Score eines global aktiven ESG-Score-Anbieters vorliegen.
6. Stufe ist die Nutzung von unternehmensspezifischen Ausschlusskriterien<sup>72</sup>:  
Ausgeschlossen werden alle Unternehmen mit dem Nachhaltigkeitsanbieter bekannten 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

---

<sup>68</sup> vgl. <https://databank.worldbank.org/source/worldwide-governance-indicators#>. So werden auch für 2026 zum Beispiel Argentinien, Brasilien, China, Italien, Indien, Indonesien, Mexiko, Polen, Russland, Südafrika und die Türkei ausgeschlossen. 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>69</sup> Hierfür wird die auch für den FutureVest Fonds relevante Liste der Depotbank Kreissparkasse Köln genutzt.

<sup>70</sup> Für 2024 wurden 50% (Eigenportfolios) bzw. 90% (Fonds) SDG-Umsatz gefordert

<sup>71</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>72</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.**

Empfängnisverhütung und Abtreibung, Agrochemie, persistente organische Schadstoffe (POP), Cannabis, Palmöl.

7. Stufe Verlustbegrenzung (nur für den Fonds): Von den verbleibenden Aktien werden zusätzlich alle mit noch nicht wieder aufgehobten 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>73</sup>
8. Stufe (nur für den Fonds) Cash-Flow: Es werden keine Neuinvestments bzw. Aufstockungen aufgenommen, die in den letzten 5 Geschäftsjahren negative Ergebnisse ausgewiesen haben.
9. Stufe ist das Ranking der verbliebenen Aktien (nur für den Fonds): Das Ranking erfolgt nach den SDG-Umsätzen (primäres Selektionskriterium<sup>74</sup>), anschließend nach dem 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>75</sup>.
10. Stufe Wettbewerbsausschluss (nur für den Fonds): Direkte nennenswerte Wettbewerber im Kerngeschäft sollen nicht im Fonds vertreten sein<sup>76</sup>. Im Fall von direkten

---

<sup>73</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 Monaten, 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).

<sup>74</sup> Dabei wird auf ganze Prozente gerundet

<sup>75</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 können bis zu einem BiU Score von jeweils 45 toleriert werden.

<sup>76</sup> 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. Dabei sollen nur börsennotierte Wettbewerber genannt werden. Eine Quelle dafür kann der aktuellste Jahres- bzw. Geschäftsbericht des Unternehmens sein oder Berichte an die jeweilige Aufsichtsbehörde für das Unternehmen. Erstelle eine Liste der 5 wichtigsten Wettbewerber

Wettbewerbern wird dem kleineren (Maß ist Marktkapitalisierung. Die Annahme: Das bedeutet eine höhere Spezialisierung und damit wenige potenziell direkte Konkurrenz für künftige Portfolioergänzungen) Unternehmen der Vorzug gegeben, sofern der aggregierte ESG-Score maximal 10% unter dem des größeren Unternehmens liegt.

11. Stufe Segment-Diversifikation: Sozial- oder ökologisch fokussierte Aktien sollen nach Anzahl jeweils 50% des Fonds ausmachen, zumindest soll der Gesundheitsanteil 50% nicht überschreiten..
12. 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 dafür gibt, dass ihre Aktien sehr wahrscheinlich nur noch weniger als ein Jahr im Portfolio bleiben könnten.

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>77</sup> zum Vorjahr sind:

- 1) Einführung der Basisliste (Longlist): Auf Basis aller bisherigen Selektionen und Wettbewerbs- und Medienanalysen wird eine Longlist von potenziellen Investments gepflegt.
- 2) Es werden auch Bestands- und nicht nur Neu-Investments ausgeschlossen, wenn sie in direktem (Top 3) Wettbewerb stehen.
- 3) Der Gesundheitsanteil soll auf maximal 50% beschränkt werden.
- 4) Die Mindest- SDG-Umsatzanforderung für Eigenportfolios wird von 50% auf 66% erhöht und es werden dieselben Ausschlüsse wie für den Fonds genutzt, d.h. Gentechnik und Tierversuche werden komplett ausgeschlossen.

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

---

anhand von Informationen, die auch aus anderen professionellen Quellen stammen können). Sind ... und ... direkte nennenswerte Wettbewerber und falls ja, in welchen Marktsegmenten bzw. Märkten was sind die Belege dafür? Bei welchen Produkten und in welchen Ländern sind ... und ... direkte Wettbewerber?

<sup>77</sup> Ziele der Regeländerungen sind höhere Nachhaltigkeit bei gleichzeitiger weiterer Vereinfachung und Vereinheitlichung der Regeln.

- 50 bis 150 mögliche Aktien statt 30
- Die Eigenportfolioliste für 2025 enthält Aktien mit SDG-Umsätzen ab 66% 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>78</sup>. Unterjährig erfolgen bei der Eigenportfolioliste, anders als beim Fonds, nur Anpassungen, wenn diese aus technischen Gründen erforderlich sind<sup>79</sup>. D.h. wenn z.B. eine Aktie von der Börse genommen wird<sup>80</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>81</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, Unternehmensgrößen 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>78</sup> Modellportfolios werden auf Gleichgewicht rebalanziert, Kundenspezifische Portfolios annähernd auf Gleichgewicht. Im FutureVest Equities Sustainable Development Goals R wird versucht, bei Zu- und Abflüssen die Abweichungen vom Gleichgewicht zu reduzieren

<sup>79</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>80</sup> D.h. wenn die Aktie effektiv nicht mehr handelbar ist

<sup>81</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“.

### 3.3. 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>82</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>83</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>82</sup> Zu Nachhaltigkeitsdefinitionen siehe auch entsprechendes Kapitel in diesem Buch

<sup>83</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>84</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>85</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>84</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>85</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.

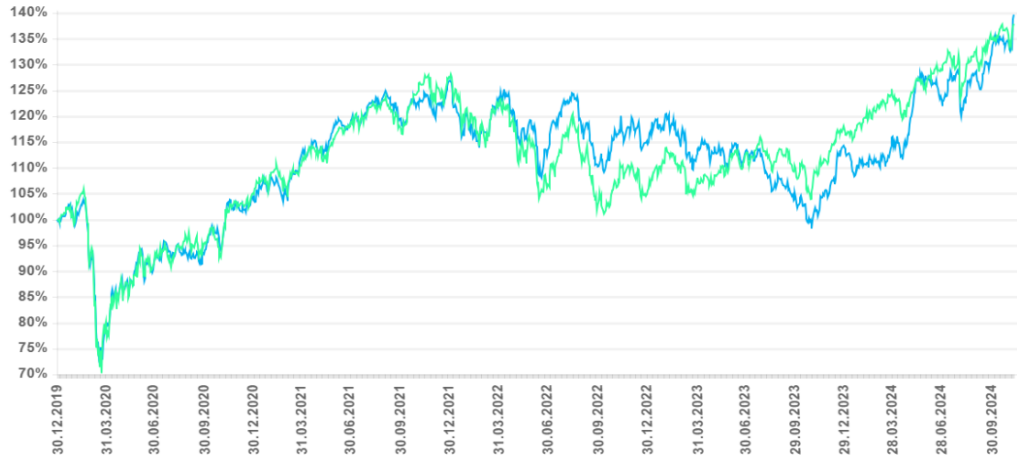


# Soehnholz ESG

Pure & SDG & Custom Portfolios

Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein Indikator für die zukünftige Wertentwicklung.

[Performance](#) [Portfolio-Selektion](#)  
[ESG/SDG](#) [Über uns](#) [Kosten](#)  
[B2B](#) [Dokumente](#) [AGB](#) [Datenschutz](#)  
[FAQ](#) [Archiv](#) [Impressum](#)



- 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

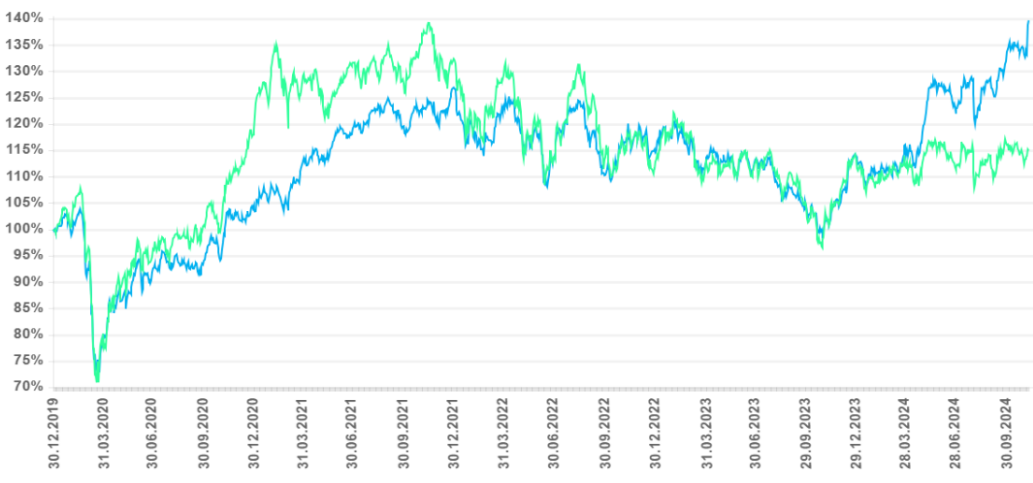


# Soehnholz ESG

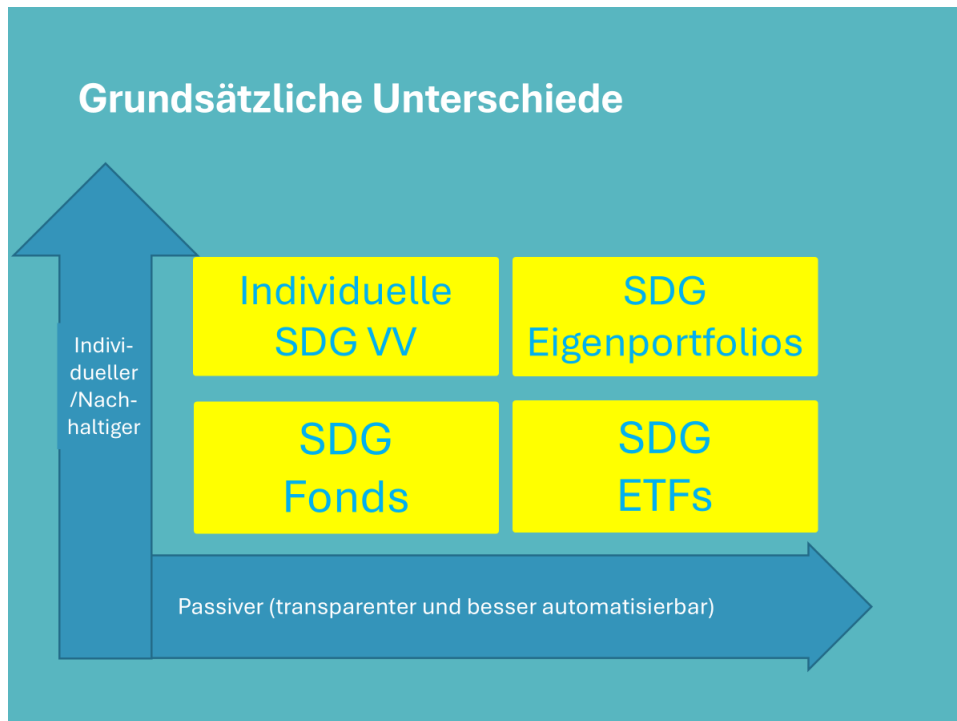
Pure & SDG & Custom Portfolios

Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein Indikator für die zukünftige Wertentwicklung.

[Performance](#) [Portfolio-Selektion](#)  
[ESG/SDG](#) [Über uns](#) [Kosten](#)  
[B2B](#) [Dokumente](#) [AGB](#) [Datenschutz](#)  
[FAQ](#) [Archiv](#) [Impressum](#)

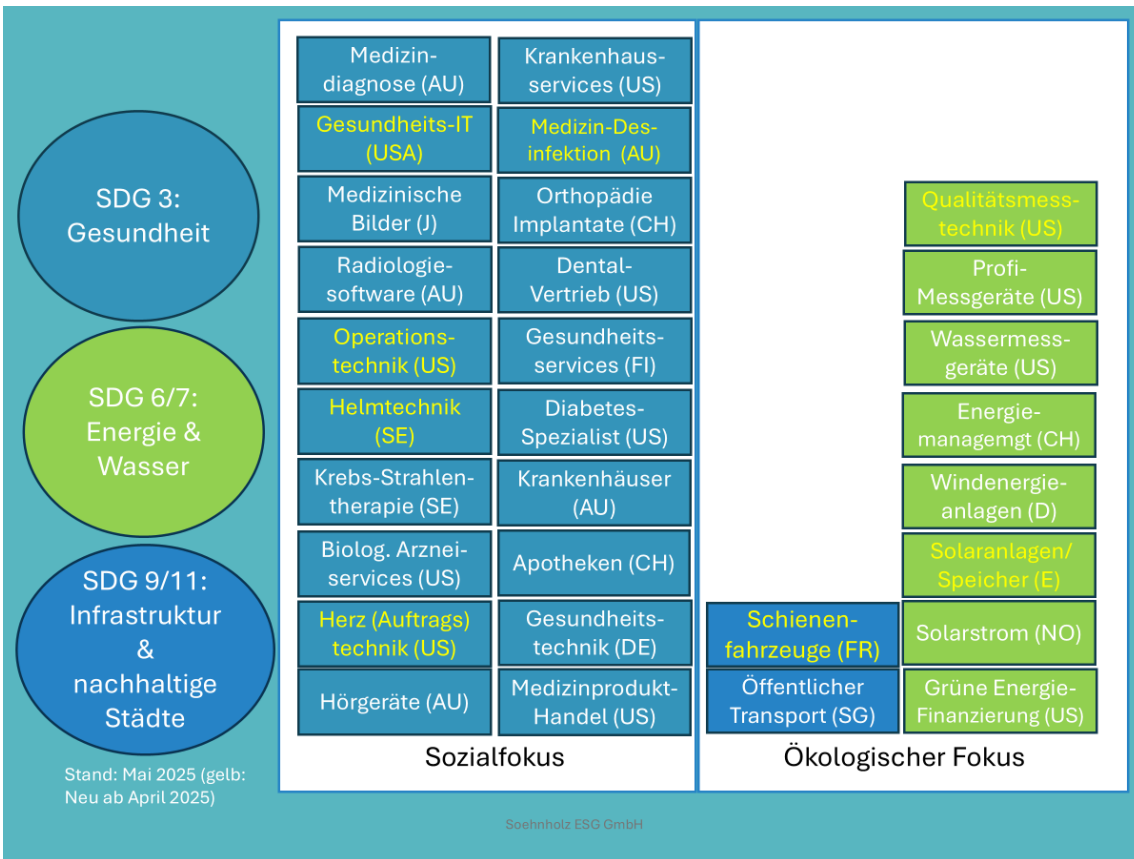


- Global Equities ESG SDG
- Global Equities ESG SDG Trend
- ESG ETF-Portfolio
- ESG ETF-Portfolio ex Bonds
- ESG ETF-Portfolio Bonds (EUR)
- SDG ETF-Portfolio
- SDG ETF-Portfolio Trend
- Weltmarkt ETF-Portfolio Basis



#### 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.



## Beispiel: FutureVest Equity SDG Regeln

Hauptsitz in Top 40% Ländern nach Rechtsstaatlichkeit und effiziente Handelbarkeit	>35.000
E-, S- und G-Risiko-Score mindestens 50/100 (Best-in-Universe)	Ca. 1600
Viele 100% Ausschlüsse: Alkohol, Tabak, Glücksspiel, Erwachsenenunterhaltung, Kohleabbau, fossile und nukleare Energieproduktion, GMO, Fleisch, Felle und Pelze, Tierversuche, embryonale Stammzellenforschung, Waffen, unethische Kredite	Ca. 800
SDG-vereinbare Umsätze mind. 90% netto	Ca. 80
12-Monats-Kursverlust max. 50% und nicht 5 Jahre Verluste	30
Keine direkten (Top 5) Wettbewerber im Portfolio	
Shareholder Engagement mit allen Unternehmen (Ziel)	

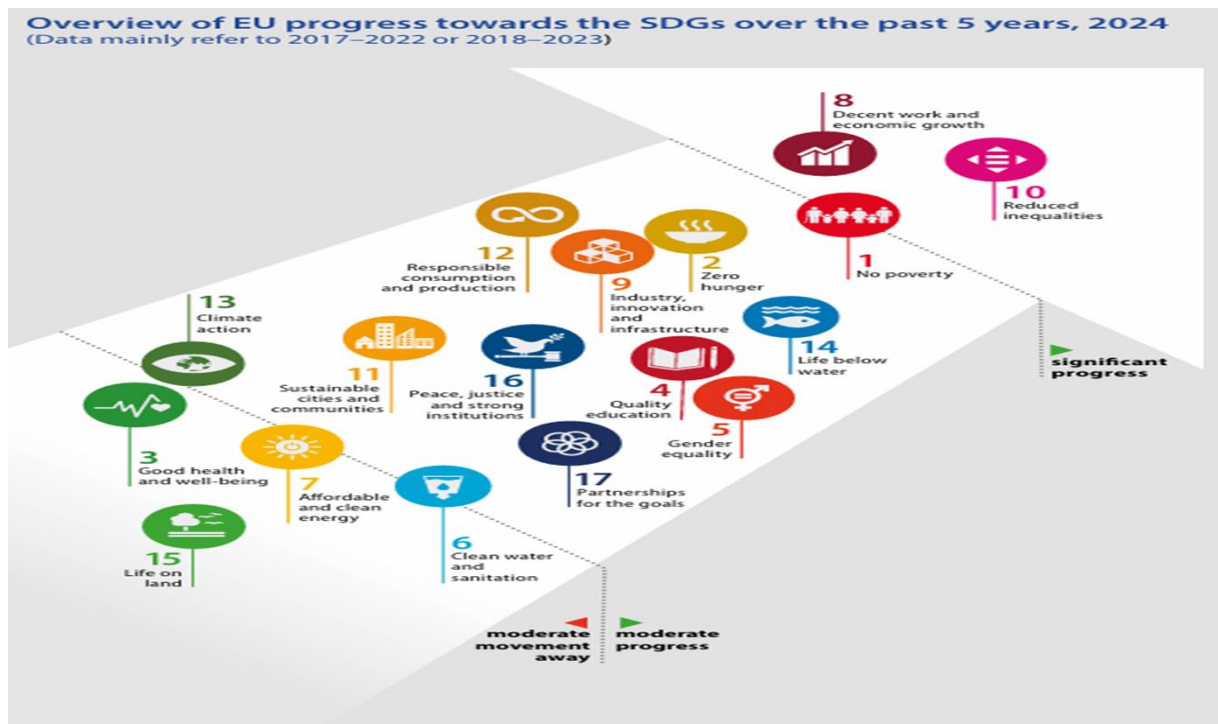
Vgl. My fund (prof-soehnholz.com). Gelb: Unterschiede zu Eigenportfolio-Liste

Soehnholz ESG GmbH

Die 30 für den Fonds selektierten Aktien werden regelmäßig in Bezug auf diese Kriterien überprüft und typischerweise ein Mal pro wieder annähernd gleichgewichtet<sup>86</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>86</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>87</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 besseren 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>87</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.

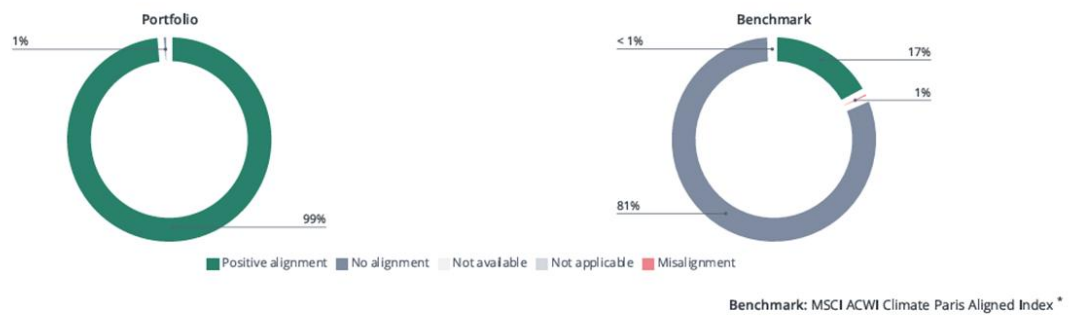
Beispielreports:

## UN SUSTAINABLE DEVELOPMENT GOALS REVENUE ALIGNMENT

This report analyzes each company's product's and services revenue alignment by assessing their contribution to each of the 15 UN Sustainable Development goals that are relevant and applicable for investors.

### TOTAL WEIGHTED PORTFOLIO ALIGNMENT

The total portfolio alignment percentage is an aggregation of the underlying companies' alignment based on their portfolio weight.



## 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

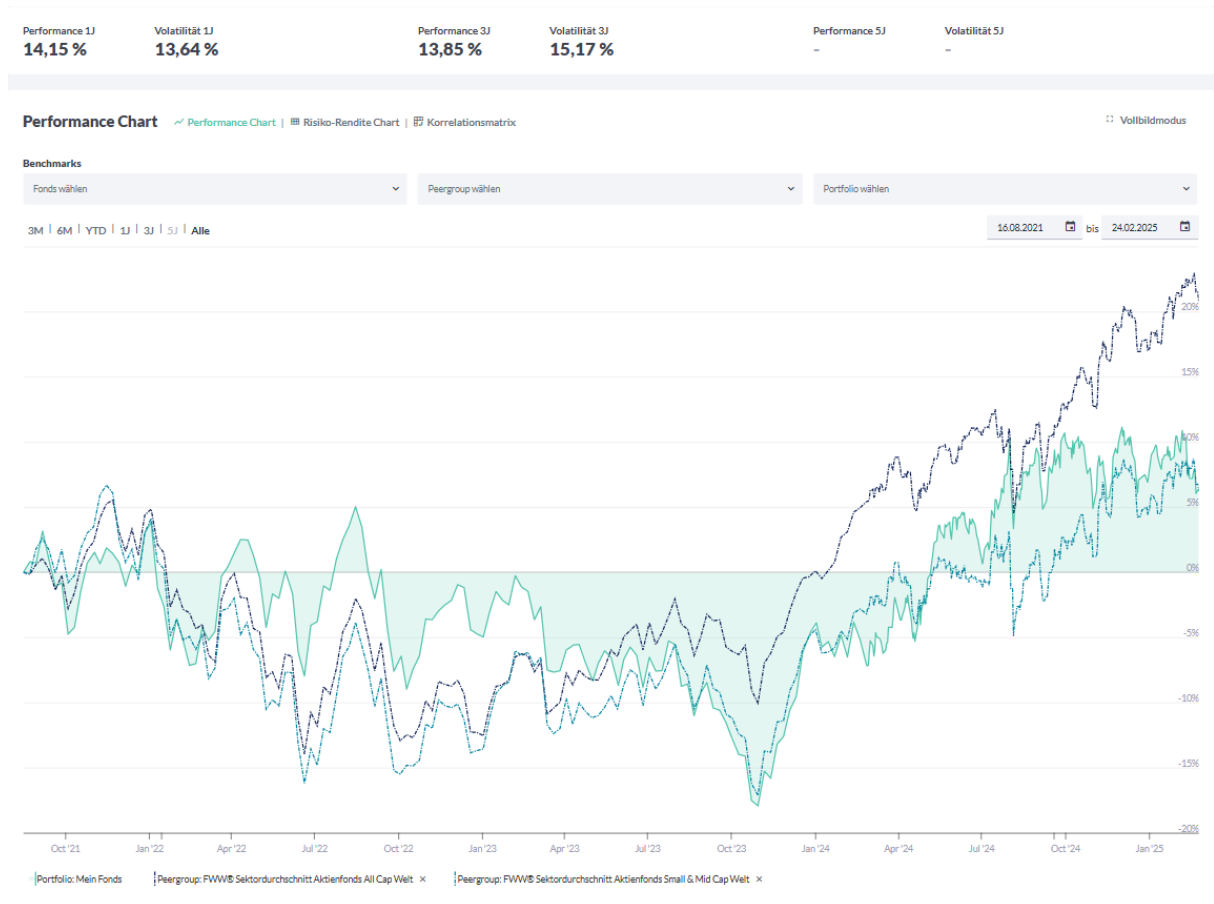
Die ESG-Scores bewerten die finanzielle Wesentlichkeit einer Vielzahl von Themen im Zusammenhang mit der Unternehmenstätigkeit der Organisationen. Der Score eines Unternehmens wird aus dem Durchschnitt der Umwelt-, Sozial und Governance-Scores berechnet, die auf Grundlage des ausgewählten Bewertungsprofils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

## Fonds-Selektionsregeln 2025

- UCITs
- Zum öffentlichen Vertrieb in Deutschland zugelassen
- Thesaurierungs-Präferenz
- Share Action Voting Matters Emittenten Score > 50
- **Aggregierter** ESG-Score (Best-in-Universe) > 50
- **SDG Netto-Umsatz** (aktivitätsbasiert) > **50%**
- Regionale Diversifikationspräferenz

Soehnholz ESG GmbH

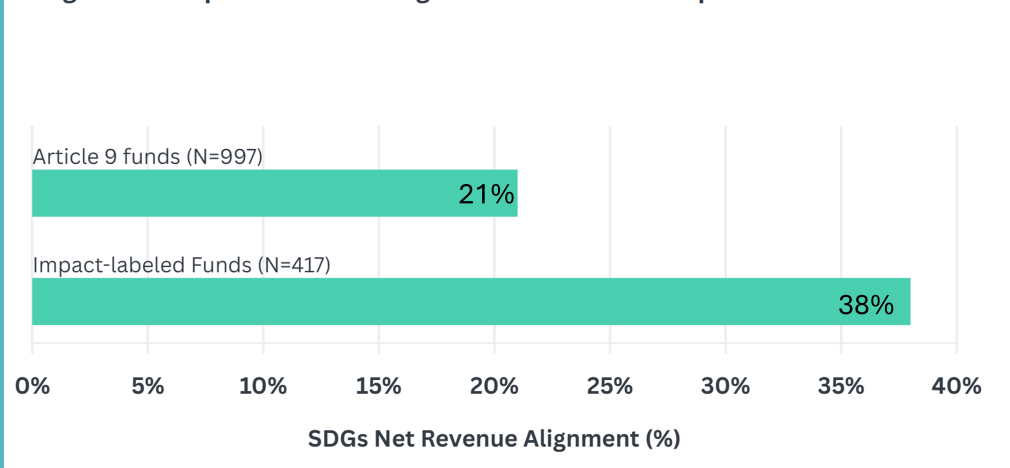
Die im Januar 2025 durchgeführte Analyse auf Basis von Daten von Clarity.ai<sup>88</sup> ergab Folgendes: Die Datenbasis umfasst knapp fünfhunderttausend Fondstranchen. Davon sind ungefähr die Hälfte Tranchen von Aktienfonds, die vermutlich in Deutschland erworben werden können. Etwa fünfzehntausend 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).

---

<sup>88</sup> zu einer unvollständigen Analyse siehe [Impactfonds im Nachhaltigkeitsvergleich](#) vom 25.6.2024 und zwei aktuelle Beiträge vom 4.3.2025 auf [www.prof-soehnholz.com](http://www.prof-soehnholz.com): [Hohe SDG Umsätze? Nur wenige Investmentfonds!](#) und vom 18.2.2025 [SDG-Umsätze: Die wichtigste Nachhaltigkeitskennzahl](#)

## „Impact“-Fonds: Geringe SDG-Alignments

Figure 3. Comparison of SDG Alignment: Article 9 vs. Impact-Labeled Funds



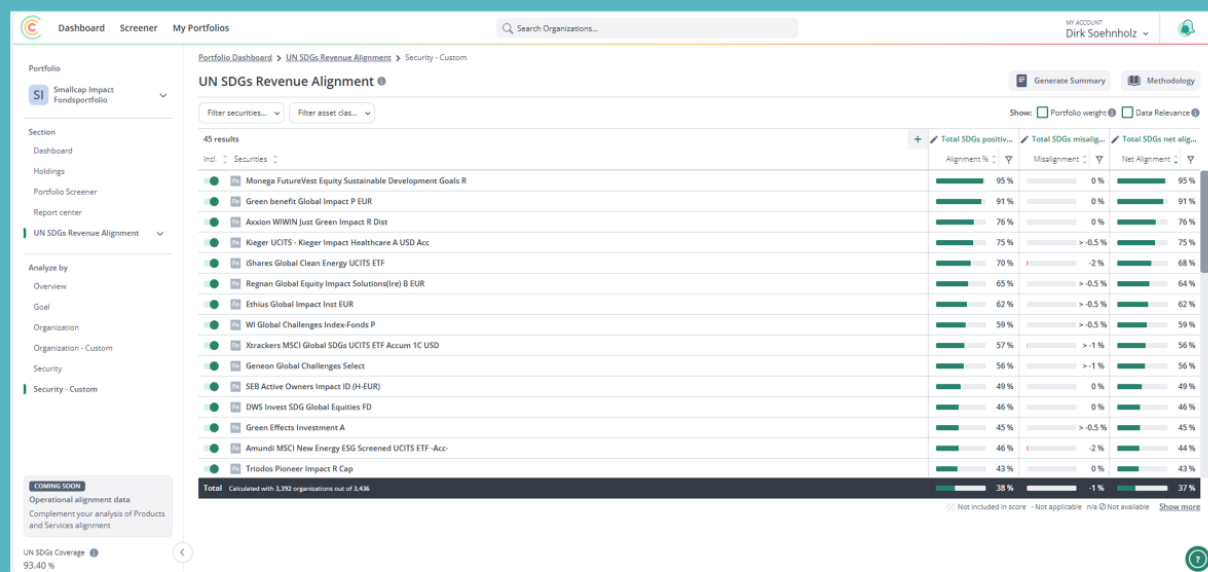
Quelle: [https://clarity.ai/research-and-insights/un-sdgs/sdg-revenue-alignment-bringing-clarity-to-impact-investing/#SDG\\_Revenue\\_Alignment\\_The\\_Straightforward\\_and\\_Effective\\_Tool\\_for\\_Measuring\\_Impact](https://clarity.ai/research-and-insights/un-sdgs/sdg-revenue-alignment-bringing-clarity-to-impact-investing/#SDG_Revenue_Alignment_The_Straightforward_and_Effective_Tool_for_Measuring_Impact).  
SDG 3 (Gesundheit) Basis: Berücksichtigt werden von Clarity.ai nur Lösungen für die 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.

Soehnholtz ESG GmbH

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

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

# Nur wenige Fonds mit hohen SDG-Umsätzen



Basis: Soehholz ESG Fondsselektion mit Daten von Clarity.ai Januar 2025

Soehholz ESG GmbH

Das neue SDG Fondsportfolio enthielt in 2025 vier Kern-Fonds, von denen die zwei Mid- bzw. Largecap-Fonds sich sehr ähnlich sind. Zur Diversifikation wurden 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 Anleihenfonds mit hohen SDG-Umsätzen zu finden, so dass nur Aktienportfolios angeboten werden. Die beiden Portfolios

unterscheiden sich fast nur in ihren Kosten. Das erste besetzt 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 einige Kennzahlen für die unterschiedlichen Portfolios für das Jahr 2026:

Portfolio	FutureVest Equity		SDG
	SDG R Fonds	SDG ETF-Portfol	Fondsportfoli
Start	2021	2019	2025
Fondsanzahl	1	9	9
Aktien	30	>300	>300
SDG-Umsätze	>99%	Ca. 80%	Ca. 70%
ESG-Best-in-Universe	75	66	70
CO2 Intensität (Scope 1+2)	<20	85	83

Datenquelle ist Clarity.ai vom 9.2.2026. 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.
- CO2-Intensität gibt die gewichtete durchschnittliche Kohlenstoffintensität in Tonnen CO2e pro Mio. USD Umsatz von Unternehmen aus den jeweiligen Portfolios an.
- Kritische Unternehmen ist der Anteil der Unternehmen mit potenziell kritischen Aktivitäten im jeweiligen Portfolio
- Kritische Aktivitäten beziehen sich auf die umfangreiche Liste, die hier zu finden ist: „Potenziell kritische Aktivitäten und Ausschlüsse“ auf [www.futurevest.fund](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:

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 bis zu 100 internationalen Aktien, die regelbasiert nach strengen Ausschlüssen und vor allem nach SDG-Vereinbarkeit (aktivitätsbasierte Umsätze) und Umwelt- und Sozial- und Unternehmensführungsanforderungen (ESG) selektiert und einmal jährlich gleich gewichtet werden.

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
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
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%

Angebote im Vergleich			
	FutureVest Fonds	Eigen-Portfolios	ETF- und Fonds-Portfolios
<b>Ausschlüsse</b>	Sehr umfassend	Sehr umfassend	Potenziell kritische Aktivitäten können nicht ausgeschlossen werden
<b>ESG Selektionsdetails</b>	Einzelaktienbasierte E, S und G Best-in-Universe-Scores	Einzelaktienbasierte E, S und G Best-in-Universe-Scores	ETF-/Fondsspezifische ESG Best-in-Universe-Scores
<b>SDG Umsätze (netto)</b>	>95%	Individuell >66%	>50% (Fonds)
<b>Titelanzahl</b>	30	Individuell (max. 100)	Portfolioabhängig (2026 ca. 300)
<b>Gewichtung</b>	Annähernd gleich	Individuell	Unsystematisch
<b>Unterjährige Gewichtsänderungen</b>	Kapitalflußabhängig antizyklisch	Individuell	Anbieter-abhängig
<b>Stimmrechtsausübungen</b>	Sehr beschränkt	Individuell	T.w. durch Produkthanbieter
<b>Engagement</b>	Sehr umfassend	Individuell	T.w. durch Produkthanbieter
<b>Mindestinvestment</b>	ca. EUR 50	Meist relativ hoch (Vermögensverwalter-abhängig)	Meist relativ gering (Vermögensverwalter-abhängig)

## 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>89</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>90</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>89</sup> S. Vanguard Research 2015, S. 4

<sup>90</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>91</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>92</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>93</sup>.

Man könnte annehmen, dass ein passives Weltmarktportfolio nicht unbedingt rebalanciert werden muss, weil es den Weltkapitalstock grundsätzlich gut abbildet<sup>94</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>95</sup>

Statistisch zeigt sich, dass häufigere Rebalancierungen nicht unbedingt bessere Renditen oder geringere Risiken für Portfolios mit sich bringen<sup>96</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

---

<sup>91</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>92</sup> Vanguard 2015, S. 3: Verweis auch auf: Taxes, direct transaction costs, time and labor (opportunity) costs, trading restrictions

<sup>93</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>94</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>95</sup> s. Vanguard 2015, S. 4

<sup>96</sup> Weigel (2016), S. 3, 8 und 11

Verluste relativ zu Nicht-Rebalancierungen („constant mix“) führen. In anderen Marktphasen kann das Gegenteil der Fall sein<sup>97</sup>.

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

Mindestens einmal pro Jahr überprüfen wir alle unsere Portfolios systematisch.

Dabei werden folgende Schritte durchgeführt:

- 1) Im ersten 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.
- 2) Zusätzlich geprüft, ob striktere Nachhaltigkeitsregeln genutzt werden können. Das kann zum Beispiel der Fall sein, wenn mehr nachhaltige Investments angeboten werden.
- 3) Zusätzlich kann es durch neu angebotene ETFs und Fonds zu Veränderungen von Portfolios kommen.

Es ist geplant, die Überprüfungen mindestens einmal jährlich und typischerweise zu Jahresende durchzuführen<sup>98</sup>.

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.

### 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

---

<sup>97</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>98</sup> Stichtag für Analysen ist typischerweise der 30.10. oder 30.11. eines Jahres

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 2026 eine Cap bei 50% Gesundheitsaktien eingeführt.

### **Regel-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 alle 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 mindestens 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.

Portfolios	Aktiv/ passiv	Aktien- anteil (ca)	Positionen	Wertpapiere		SDG-Umsätze	ESG-BIU	CO2 Intensität (1+2)	Potenziell krit. Unternehmer	Potenziell krit. Aktivitäten
				(indirekt)						
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 Portfolio gemischt	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. Die Unterschiede zu einem traditionellen Weltaktienindex, der 63 aufweist, sind 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 CO2 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 CO<sub>2</sub>-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

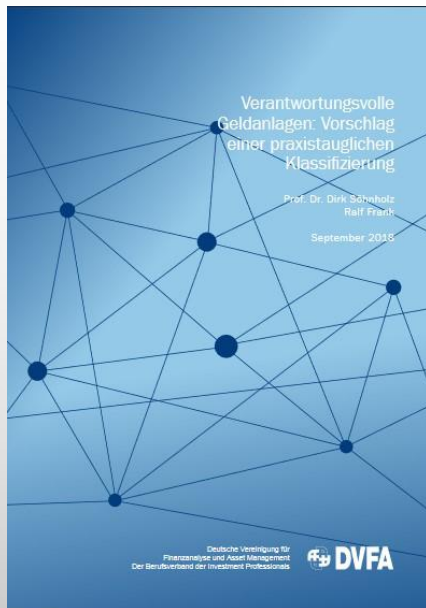
Unsere Nachhaltigkeitspolitik wurde auf Basis des von uns mit entwickelten Policy for Responsible Investment Scoring Modells der DVFA (PRISC) entwickelt<sup>99</sup>. Die hier genutzten Begriffe entsprechen der Klassifikation der DVFA Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management<sup>100</sup>.

---

<sup>99</sup> die überarbeitete Version des DVFA PRISC heisst DVFA FRIPI Framework for Responsible Investment Policies and Impact

<sup>100</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>101</sup>.

---

<sup>101</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)

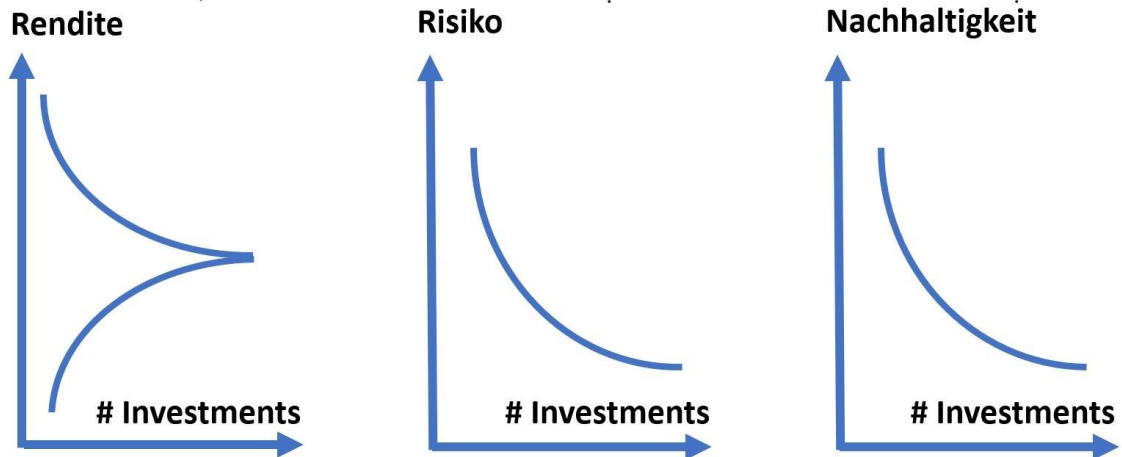
### Investor-Impact:

Veränderung durch Kapital, Shareholder Engagement, und Signaling (Outcome)

Soehholz ESG GmbH

# 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 \(SSRN\)](#)

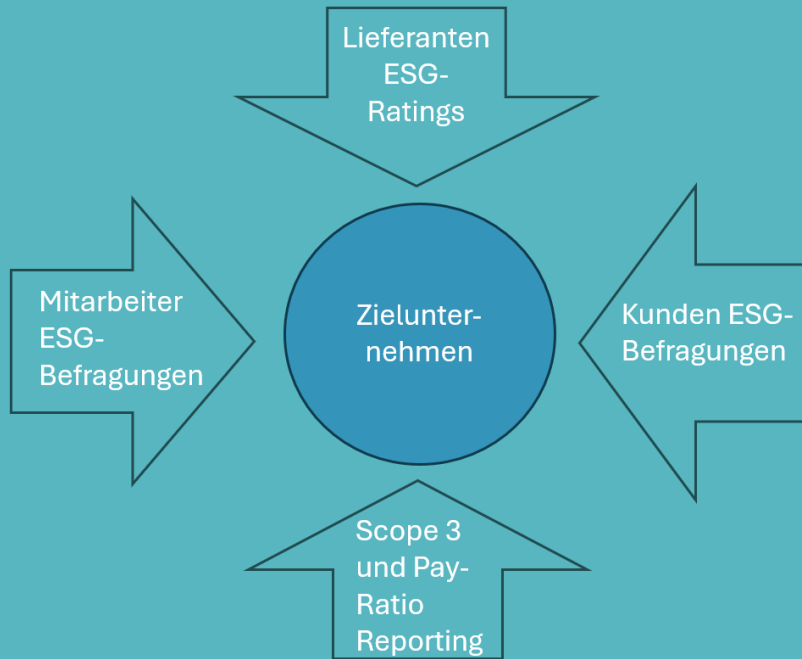


## Soehholz ESG DVFA PRISC bzw. FRIPI Einstellung

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.

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. Wieso 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 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 Umweltscorings.

**Erfahren:** Wir sind 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.

**Großanlegergeeignet:** Alle unsere Portfolios werden so aufgesetzt, dass sie grundsätzlich auch institutionellen Ansprüchen genügen sollten.

**Kleinanlegergeeignet:** 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 Sozialscoreings.

**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.

## 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
- 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 Wertpapiertreuhand 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 Soehholz 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 Soehholz, Soehholz ESG GmbH 2025, Sandlinger Str. 23, D-29358 Eicklingen