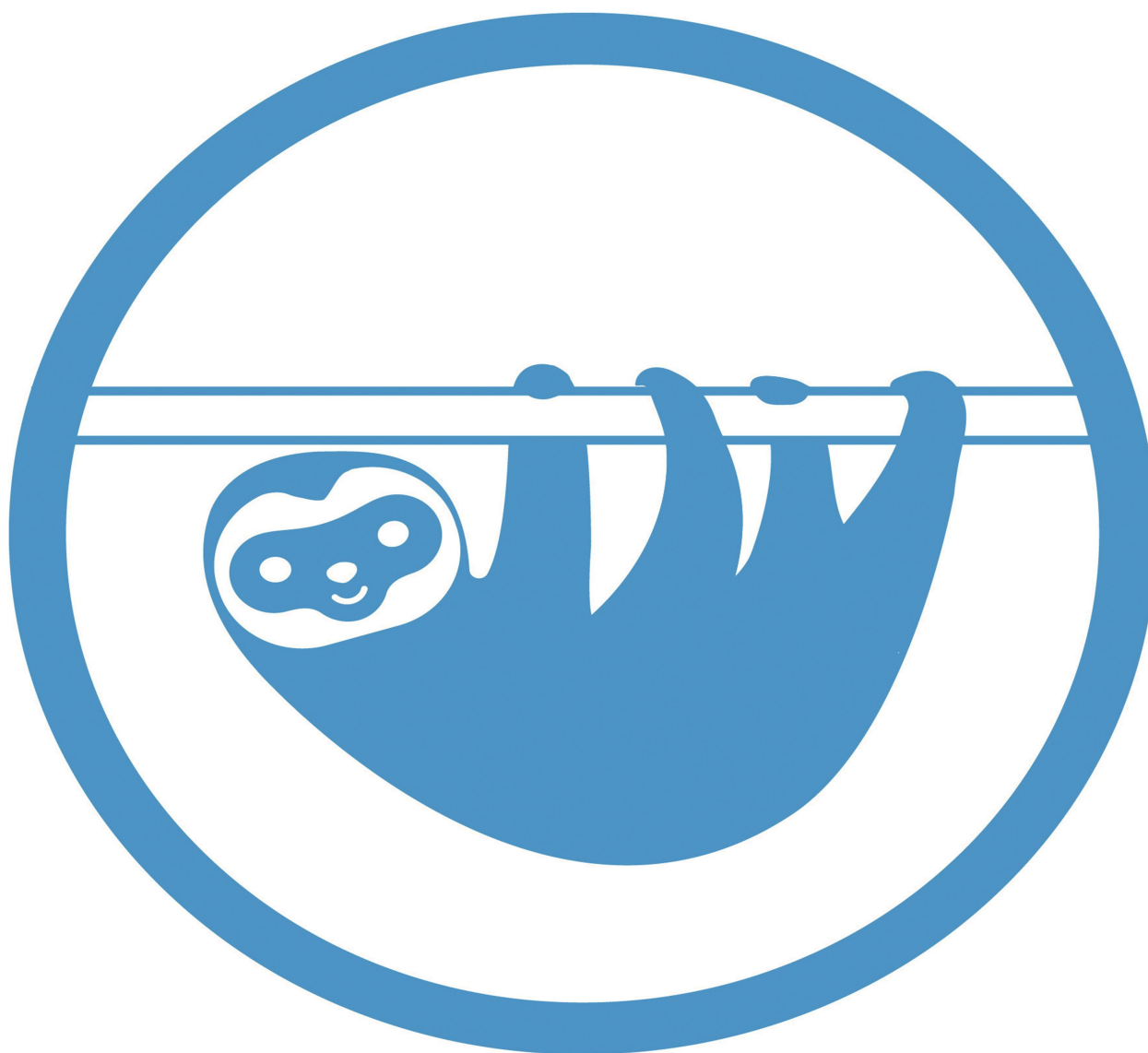


# Passive, verantwortungsvolle und online Kapitalanlagen

Stand 26.10.2018

Aktualisierte Version von „Regelbasiert-optimierungsfreie Kapitalanlage, Robo-Beratung und ESG“

© Prof. Dr. Dirk Söhnholz, Diversifikator GmbH, Kiefernweg 1, 61184 Karben  
[www.diversifikator.com](http://www.diversifikator.com), [www.prof-soehnholz.com](http://www.prof-soehnholz.com)



# INHALT

Einleitung .....	4
Interessante Themen, die es noch nicht auf Fachkonferenzen geschafft haben.....	5
Investmentphilosophie .....	7
Es gibt keine völlig passive Kapitalanlage.....	7
Definition und Kategorisierung von Evidenz-Basierter Kapitalanlage.....	8
Konzeptionell-regelbasierte Small-Data Portfolios versus Big-Data Evidence-Based Investing (EBI) .....	10
Evidence based investment analysis (EBIA): A new term every financial analyst and investor should know ..	12
Evidence Based Investment Analysis - New (first?) online trainings available .....	14
Finanzanalysten und Produktanbieter könnten Probleme mit Evidence Based Investment Analysis (EBIA) haben .....	16
Professionelles Multi-Asset Management ist kein Erfolgsgarant.....	20
Dürfen Profis prognosefrei anlegen? .....	21
Investmentphilosophie: Prognosefans sollten prognosefreie Portfolios nutzen .....	22
Regeltransparenz ist wichtiger als Positionstransparenz .....	25
Logische und verantwortungsvolle statt „pseudo-optimierte“ Geldanlagen .....	26
Asset Allokation .....	29
Eine weitere „Generation“ von Asset Allokation bzw. Management .....	29
Das „most passive“ kapitalgewichtete All-Asset Portfolio .....	30
Multi-Asset Benchmarks: Gibt's nicht, will keiner. Oder doch? .....	31
Das Weltmarktportfolio ist ein Renditeportfolio .....	35
Goal-Based Investing führt zu niedrigen Aktienquoten .....	36
Komplexe Strategien sind gut für Anbieter aber schlecht für Anleger .....	38
Hohe Anforderungen an gute Asset-Allokationen von (Robo-) Portfolios.....	39
Robo-Advisors sind nicht unbedingt besser als traditionelle Portfoliomanager.....	44
Einfaches Risikomanagement kann erstaunlich gut funktionieren.....	45
Immobilienaktien und REITs werden zu Unrecht vernachlässigt.....	48
Immobilien auch Long/Short, mit Overlays und nach ESG-Kriterien .....	49
Infrastruktur-Aktien sind ein guter Zugang zu einer attraktiven Anlageklasse.....	51
Auch Privatkunden sollten in Infrastruktur investieren .....	52
Infrastruktur-Trusts als neues Anlagevehikel.....	53
Eine Multi-Faktorallokation ist nicht besser als eine Allokation nach Anlageklassen.....	55
Manager- und Fondsselektion .....	57
5 Einstiegsfragen bei der Fondsselektion.....	57
Fondsmanager bzw. Robo-Advisors sollten aus wissenschaftlichem Research lernen.....	58
Fondskosten sind wichtig aber nicht transparent.....	60

Theoretische versus praktische Unterschiede von ETF-Portfolios.....	61
Ranking-Momentum und Risikoranglisten sind wichtiger als Performanceranglisten .....	62
Institutionelle Sparpläne ermöglichen Investments in neue Fonds.....	62
Wie kommt das Neue in die Fonds-Welt?.....	64
Geldanlageinnovationen sind einfacher, als gedacht .....	65
Wie sollte man 3.000 Euro langfristig anlegen?.....	68
Wertpapierselektion und mit Fokus auf Faktorinvestments und ESG .....	69
Smart Beta bedroht vor allem Single-Assetklassen Portfoliomanager .....	69
Gute Faktorinvestments sind schwierig .....	71
Sind Faktor- bzw. Smart-Beta ETFs Gut für Anbieter aber schlecht für Anleger? .....	73
Taxonomie verantwortungsvoller Geldanlagen: Praxisorientierter Vorschlag .....	74
ESG-Ratings: Kritik an Flossbach Kritik .....	80
Ein quantitativer Responsible Investment Ansatz.....	82
Governance ist der wichtigste ESG Rendite- bzw. Risikofaktor .....	83
Es gibt noch viel zu tun in Bezug auf verantwortungsvolle Anlagen .....	83
PureESG ist besser als als SmartESG .....	84
Verantwortungsvolle (ESG) Portfolios brauchen keine Outperformance. ESG ETF-Portfolio mit sehr guter Performance.....	87
Neues passives Deutsche Aktien ESG Portfolio: Fokus auf gute Unternehmensführung .....	89
Ein konsequentes ESG-Portfolio aus weltweiten Kern-Infrastrukturaktien kann sehr attraktiv sein .....	92
Erstes konsequent verantwortungsvolles ESG-Portfolio aus Immobilienaktien .....	94
"PureESG" und "Reverse-ESG-Integration": Beweisumkehr nötig!.....	98
Sehr gute "pure" ESG Performance und Diversifikators Regeländerungen für 2018 .....	102
Verantwortungsvolle Geldanlage kann einfach, günstig und gut sein.....	104
Bedroht die EU (ESG) Regulierung aktives Assetmanagement? .....	108
Warum Privatkunden nicht aktiv nach ESG-Portfolios fragen .....	114
Verantwortungsvolle Geldanlage: Interessante Veröffentlichungen .....	116
ESG-Paradox: Einfach zu verkaufen und trotzdem nicht angeboten .....	117
Dividendenportfolios sind immer (noch) sinnvoll .....	120
Morningstar-Experte empfiehlt Gebührensenkungen, konzentriertes Smart-Beta und Solution-Fonds .....	122
Musterportfolios von Profis können sehr attraktiv sein .....	123
Mit Modellportfolios kann man sehr viel Geld verdienen .....	124
Modellportfolios in Großbritannien: Ein sehr großer, wachsender und profitabler Markt.....	126
Musterportfolios haben Vorteile gegenüber Fonds.....	128
Robo-Advisors sind eine Konkurrenz für Fondsanbieter und Individuelle Vermögensverwalter .....	135
Persönliche und Robo-Beratung .....	137
Robo-Advisor Definition und Klassifikation.....	137
Bieten Robo-Advisors eine bessere Beratung an als traditionelle Anbieter? .....	139
Schwankungen sind tolerierbar, Intransparenz nicht .....	142
Deutscher Robo-Vergleich: Investmentphilosophien und viele weitere Unterschiede.....	145
Deutsche Robo-Advisors adressieren die falschen Zielkunden.....	148

Vermögensverwalter: Hohe ETF-Nutzung und viel Interesse an Robo-Beratung .....	149
Wie Robo-Advisors und Banken kooperieren können (Hybrid-Modelle).....	151
Der erste deutsche B-B Robo-Advisor .....	158
Ein "Robo Advisor" mit ESG-Fokus und ohne (US) Vorbild .....	159
Robo Advisors: Lieber mehr Transparenz als mehr Regulierung .....	162
Harsche Banken- aber auch Robo-Advisor-Kritik der EU .....	165
Fünf Anti-Robo Strategien für traditionelle Anbieter .....	167
Hybridmodelle: Worauf traditionelle Finanzdienstleister bei Robo-Advisors achten sollten.....	170
Robo-Angebote durch Banken haben viel Potenzial.....	172
Robo-Advisors sind für Direktbanken nur bedingt attraktiv .....	174
Vermögensverwalter können mit „Robo-Support“ stark wachsen.....	175
Robo-Advisors sind auch für deutsche Asset-Manager interessant .....	177
Versicherungen sollten mit Robo-Advisors kooperieren .....	179
Robo-Advisors zur Fondsvermittler- und Berater-Unterstützung.....	181
Robo-Support für Berater vermögender Anleger .....	182
Auch Tippgeber können von Robo-Advisors profitieren.....	183
Robo-Advisor Unterstützung für die betriebliche Altersvorsorge (bAV).....	185
Auch Firmenkunden können Robo-Advisors nutzen.....	186
Robo-Advisors sind auch für Stiftungen interessant.....	187
Robo-Advisors sind auch für Family Offices attraktiv .....	189
Anlageberater, Robo Advisors oder Modellportfolios: Wer wird gewinnen?.....	190
Aktiv-traditionell-offline ändert sich in passiv-ESG-online Kapitalanlagen.....	195
Deutsche Robo Advisors werden sich stark verändern.....	199
Von US Robo-Advisors können wir viel lernen.....	202
Robo-Boom statt Robo-Sterben.....	205
Personalisierung: Können nur Nackte reich werden? Oder: Fremd- versus Selbstpersonalisierung.....	209
Startupradio-Beitrag: Wealth-Tech ist mehr als Robo-Advice .....	212
Wealthtech für Multimillionäre .....	212
Fintechs für institutionelle Anleger.....	215
Tolle kostenlose Daten und Tools für Anleger und Berater .....	216
Robo-Tools: Was beim Kauf zu beachten ist.....	218
Liste mit über 50 Fintechs für institutionelle Kapitalanleger .....	222
Sind Machine Learning und Big Data schlecht für Kapitalanleger?.....	223
Datenschutz und Regulierung von Robo-Advisors .....	226
Datenschutz: Kann man alle Daten zurückholen?.....	228
Eine Servicepauschale ist attraktiver als ein Honorar-Stundensatz.....	230
MIFID II: Tuning für etablierte Banken? 20 Thesen.....	233
Institutionelles Herding ist ein viel größeres Problem als Algo-Herding oder Robo-Herding.....	235
Kann man den Markt schlagen? oder „Nur passiv kann man outperformen“ .....	238
Altersvorsorge.....	242
Die private Altersvorsorge muss besser werden .....	242

Test-it-yourself: Renten-Tools bzw. mehr Aktien für Alte .....	244
Wir brauchen eine "Zukunftspartei", die sich wirklich für die Zukunftssicherung einsetzt .....	246
Die private Altersvorsorge muss besser gefördert werden .....	247
Schuldenabbau: Wir brauchen ein Enkelministerium.....	248

## EINLEITUNG

Dieses Buch beinhaltet über 100 Blogbeiträge, die ich in der Zeit von August 2014 bis Oktober 2018 geschrieben habe. Die Originalbeiträge stehen auf [www.prof-soehnholz.com](http://www.prof-soehnholz.com). Dort können auch die jeweiligen Veröffentlichungsdaten eingesehen werden.

Dieses Buch ergänzt „Das Diversifikator Buch“ (letzte Version vom 1.1.2018, siehe „Archiv“ auf [www.diversifikator.com](http://www.diversifikator.com)) und „Das Diversifikationsbuch“ (Dirk Söhnholz; Sascha Rieken; Dieter Kaiser: Asset Allocation, Risiko-Overlay und Manager-Selektion: Das Diversifikationsbuch, Gabler 2010).

### Der Start

Im ersten Blogmonat August 2014 waren Asset Allokation, Smart Beta, verantwortungsvolles Anlegen und Robo-Advisors die Themen meiner Blogbeiträge. Smart Beta bzw. Faktorinvesting ist im Lauf der Zeit etwas weniger wichtig für mich geworden, aber die anderen drei Themen stehen auch weiterhin im Vordergrund des Blogs<sup>1</sup>.

Die Beiträge wurden unabhängig von ihren Veröffentlichungsdaten in die Kapitel Investmentphilosophie, Asset Allokation, Fondsselektion, Wertpapierselektion, persönliche und Robo-Beratung sowie Altersvorsorge eingruppiert. Einige Blogbeiträge wurden leicht überarbeitet bzw. aktualisiert.

### Die Entwicklung seit 1999 und wichtige Begriffe

Seit meinem Start bei Feri im Jahr 1999 verfolge ich ein weitgehend passives systematisch-prognosefreies Asset- bzw. Portfoliomanagement. Bis 2015 stand dabei die naive Asset Allokation im Vordergrund, also eine Gleichverteilung auf Anlagesegmente (siehe „Das Diversifikationsbuch“). Außerdem war mein Vorgehen evidenz- bzw. datenbasiert. Seitdem habe ich den Ansatz weiterentwickelt. So steht jetzt das sogenannte most-passive Weltmarktportfolio am Anfang meiner Asset Allokation und gute Anlagekonzepte bzw. -Regeln sind mir wichtiger als gute Vergangenheitsdaten.

---

<sup>1</sup> Ich bevorzuge „der Blog“ gegenüber „das Blog“

Die genutzten Regeln basieren dabei auf wissenschaftlichen Analysen und fremden und eigenen praktischen Erfahrungen. Zur Abgrenzung von diskretionären aber auch von quantitativen Kapitalanlagen habe ich die erste Version dieses Buches „Regelbasiert-optimierungsfreie Kapitalanlage“ genannt.

Inzwischen bezeichne ich meine Anlagephilosophie als RETRO-Ansatz. Dabei steht RETRO für regelbasiert, evidenzbasiert, transparent, robust und optimierungsfrei. Eingängiger ist allerdings der Begriff „most-passive“. Das basiert auf der These, dass hinter passiven Portfolios immer Annahmen stehen, die nicht völlig „passiv“ bzw. personenunabhängig sein können. Passive Kapitalanlage ist wissenschaftlich positiv besetzt, was für die Begriffe „optimierungsfrei“ und „prognosefrei“ nicht unbedingt gilt.

Eine regelbasiert-optimierungsfreie Kapitalanlage eignet sich besonders gut für die Automatisierung: Klare Regelwerke sind transparenter und einfacher online umzusetzen als quantitative Modelle oder diskretionäre Entscheidungen. Online-Kapitalanlagen, die oft als Robo-Beratung bezeichnet werden und in Zukunft wohl weiter an Bedeutung zunehmen werden, sind daher der zweite Schwerpunkt des Buches.

Der dritte Schwerpunkt sind sogenannte verantwortungsvolle Anlagen, die auch als ESG (Environment, Social und Governance) Investments bezeichnet werden. Mit diesem Thema befasse ich mich seit 2007, zunächst in Form eines „Sustainable“ Private Equity Dachfonds.

ESG-Anlagen performen typischerweise nicht schlechter als konventionelle Anlagen. Trotzdem gab es bisher nur wenige überzeugende ESG Angebote für private Anleger. Da Diversifikator inzwischen der deutsche Portfolioanbieter mit der breitesten ESG Palette ist, wird dieses Thema künftig noch stärker im Vordergrund des Blogs stehen.

## INTERESSANTE THEMEN, DIE ES NOCH NICHT AUF FACHKONFERENZEN GESCHAFFT HABEN

In 2016 habe ich an mehreren meist sehr interessanten Fintech-Konferenzen bzw. Veranstaltungen zum Thema Asset Management bzw. Robo-Advice teilgenommen. Außerdem habe ich mir etliche weitere Fintech-Konferenzprogramme angesehen. Trotz der Vielfalt der Angebote werden meines Erachtens einige interessante Themen bisher noch nicht adäquat adressiert:

**Methodische Stärken/Schwächen der Robo-Modelle:** Welche Asset-Allocation-Modelle werden benutzt? Wie sensibel ist der Output dieser Modelle in Bezug auf Annahmen, Modell- oder Datenänderungen? Allerdings ist das eine Frage, die auch bei traditionellen Anbietern kaum diskutiert wird.

**ETF-Nutzung:** Viele Banken, vor allem Volks- und Raiffeisenbanken aber auch Sparkassen und Versicherungen tun sich sehr schwer damit, überhaupt ETFs anzubieten. Einige Banken verlangen sogar noch in großem Umfang Ausgabeaufschläge für ihre Fondsangebote. ETFs sind aber die Grundlage fast aller Robo-Advisor Angebote. Mit ETFs können die Banken wohl nicht gut genug verdienen. Oder ein ETF-Angebot widerspricht hauspolitisch oder

anlagephilosophisch den eigenen aktiv-gemanagten Angeboten. Manchmal wird auch das Argument genannt, dass ETF-Angebote aus IT-Systemsicht nicht angeboten werden können.

**Verantwortungsvolles Anlegen:** ESG/SRI wird bei Regulatoren und institutionellen Anlegern immer wichtiger. Untersuchungen zeigen ganz überwiegend, dass man durch verantwortungsvolles Anlegen nicht auf Rendite verzichten muss und eher niedrigere Risiken eingeht. Auf Fintech-Konferenzen gibt es aber immer noch viele Teilnehmer, die mit den Abkürzungen aber auch den Konzepten überhaupt nichts anfangen können.

**Performance:** Man kann m.E. gar nicht früh genug damit beginnen, die Performance zu vergleichen, allerdings nicht nur Rendite sondern auch eingegangenen Risiken. Der schwierige Jahresanfang ist ein guter Test für Anbieter von Anlageportfolios gewesen. Und Attributions- bzw. Faktoranalyse ist keine Rocket Science. Gute Performance ist schließlich die beste User Experience.

**Zielgruppenausrichtung:** Die meisten Fintechangebote scheinen auf jüngere und Smartphone-abhängige Nutzer ausgerichtet zu sein. Es gibt nur wenige Robo-Advisor-Services, die auf für Nutzer über 40 Jahren ausgerichtet sind, die aufgrund ihrer Einkommen, Finanzierungsbedürfnisse und Vermögen mit Abstand zu den attraktivsten Kunden zählen dürften. Dabei scheint inzwischen klar zu sein, dass Ü-40 und Ü-50 die wichtigsten Nutzer zumindest von Robo-Advice sind.

**Kundenakquise:** Wie kommt man effizient an Neukunden heran, entweder direkt oder im B2B2C Modell?

**Kooperationen:** Immer mehr Robo-Advisors bieten neben B2C auch B2B Services an. Wie kann man B2C und B2B konfliktfrei kombinieren? Was sind die Erfolgsfakten im B2B Geschäft?

**Basis-Technik bzw. Sprach-Unterstützung:** Zwar Stand Blockchain inzwischen recht oft und in guter Qualität und kritisch analysiert auf der Agenda, nicht jedoch die Auswirkungen von Services wie Google Home und Amazon Echo. Welche Chancen und Risiken ergeben sich, wenn man Finanzentscheidungen an solche „digitalen Assistenten“ delegiert?

**PC versus App-basierte Lösungen:** Besonders ältere Konferenzteilnehmer waren sehr skeptisch, inwieweit für die Banken attraktive Bankgeschäfte wie die Vermögensanlage aber auch der Abschluss wichtiger Versicherungsverträge künftig auf dem Smartphone ausgeführt werden. Für sie wird weiter die Ausführung über „Devices“ mit größeren Bildschirmen erfolgen, die typischerweise zu Hause oder am Arbeitsplatz und nicht im öffentlichen Räumen genutzt werden.

**Information (App) Overload:** Gibt es Bedarf nach „noch einer Fintech App“ auf dem Smartphone? Auf Dauer werden sich wohl nur wenige Apps durchsetzen, die vom Kunden häufig genutzt werden. Hinzu kommt die interessante Entwicklung der Instant-Apps von Google. Was bedeutet die für Fintechs?

**Nutzungssteigerung:** Mir ist bisher nicht klar geworden, wie man Nutzer von Versicherungspaps oder auf die langfristige Geldanlage ausgelegten Finanzanlage-Apps dazu



bringen will, die Apps häufig zu nutzen. Eine erfolgreiche langfristige Finanzanlage zeichnet sich meist durch relativ geringe Handelsaktivitäten aus („hin und her macht die Taschen leer“), so dass „traden“ kein guter Anlass für die Nutzung sein sollte.

**Datenschutz:** Wer gibt Fintechs gerne seine Einkommens-, Vermögens- und versicherungsrelevanten Daten? Junge Leute tun sich da wohl leichter als Ältere, die aus Sicherheitsüberlegungen oft noch nicht mal Online Banking nutzen oder im Smartphone die Lokalisierungsfunktion ausschalten. Jüngere Konferenzteilnehmer, die bereit sind gegen kleine Conveniencevorteile viele Daten freiwillig herzugeben, konnten meine Frage nicht beantworten, ob sie die Vergabe der Daten wieder rückgängig machen können. Das scheint dann besonders schwierig zu sein, wenn man der Weitergabe der Daten an oft unbekannte Dritte zustimmt, was meistens der Fall ist. Bekommt man heraus, welche Dritten diese Daten erhalten haben? Kann man diese Dritten dazu bringen, die persönlichen Daten zu löschen? Und falls ja, wie aufwändig ist das?

Vielleicht kann man künftig aus diesem Bedarf ein neues Start-Up mit der Aufgabe der multiplen Bestandsdatenlöschung machen.

Eine weitere Frage, die sich stellt: Ist eine App attraktiv, die den aggregierten Kontostand oder das angelegte Vermögen in großen Zahlen auf dem Smartphone Bildschirm anzeigt? Freunde, Nachbarn, Verwandte und Fremde könne die Zahlen gut sehen, wenn man die App nutzt.

Und in Bezug auf die Hinwendung zum B2B Geschäft durch zahlreiche Startups, die für B2C konzipiert waren: Wem gehört der Interessent bzw. Kunde bzw. seine Daten im Kooperationsfall? Angst bekomme ich, wenn ein Fintech wie QUMRAM sich als „kommerzielle NSA“ bezeichnet, wie auf der DVFA Konferenz geschehen, und sich kaum jemand daran zu stören scheint.

**Fazit:** Die Lücken zwischen Theorie und Fintech-Konferenzprogrammen aber auch zwischen Konferenzinhalten und traditioneller Praxis sind noch ziemlich groß. Die gute Nachricht für Konferenzanbieter: Es gibt noch viel zu diskutieren.

## INVESTMENTPHILOSOPHIE

### ES GIBT KEINE VÖLLIG PASSIVE KAPITALANLAGE

Die einfache Frage, ob man lieber „aktiv“ oder „passiv“ anlegen sollte, ist wenig hilfreich. Die Diskussion sollte sich viel mehr auf Gestaltung des Ausgangsportfolios und die Art und Weise seiner Veränderung fokussieren bzw. „diskretionäre“ versus „regelbasierte“ Ansätze vergleichen.

„Jedes Startportfolio eines Investors ist stark von den individuellen Annahmen bzw. Restriktionen, die er oder sie sich oft selbst auferlegt, abhängig. Welche Anlageklassen sollen vertreten sein? Welche Regionen sollen abgedeckt werden? Welche Währungen sind akzeptabel und welche sollen abgesichert werden? Und das sind nur einige Beispiele für



Fragen, die beantwortet werden müssen. Es gibt keine mir bekannte Methode, wie man „passiv“ zu einem Ausgangsportfolio kommt.“<sup>2</sup>

Ausgangsportfolios basieren oft auf vielen Vorentscheidungen, denn für die Portfoliokonstruktion wird oft eine sogenannte Markowitz-Optimierung oder davon abgeleitete Varianten verwendet, die auf Rendite-, Risiko- und Korrelationsprognosen angewiesen sind. Je mehr Anlagesegmente ins Portfolio aufgenommen werden und je mehr Perioden geplant werden, desto mehr Prognosen sind nötig. Solche Portfolios reagieren oft sehr sensibel auf kleine Annahmeänderungen. Daher gibt es – je nach Annahme – ganz unterschiedliche „optimale“ Portfolios. Dieses Vorgehen kann man kaum passiv nennen.

Wenn das Startportfolio nie wieder geändert wird, ist es nach dem Start passiv. Das ist der sogenannte Buy-and-Hold Ansatz. Dieser dürfte aber in der Realität äußerst selten vorkommen. Die wichtigste Frage ist daher, wie Änderungen im Zeitablauf erfolgen.

Investoren, die sich für ETFs entscheiden, müssen zunächst aktive Indexentscheidungen treffen: Ein Weltaktienindex mit vielen Titeln aus zahlreichen Ländern oder eine Kombination mehrerer Länderindizes, z.B. nach Wirtschaftskraft gewichtet, ergeben unterschiedliche Portfolios. Und ETFs, die klassische Indizes und damit auch deren laufende Änderungen der Indexgewichte und Bestandteile nachbilden, setzen Indexregeln um sind damit weniger passiv oder „aktiver“ als Buy-and Hold Portfolios.

Sogenannte Smart-Beta Portfolios ändern sich meist noch häufiger, da sie oft keine Marktkapitalisierungen abbilden sondern mit alternativen Index-Gewichtungsmethoden arbeiten, die zu häufigeren Handeln führen als marktkapitalisierte Portfolios. Auch Smart-Beta Indexregeländerungen sollten möglich sein, zum Beispiel um aktuelle wissenschaftliche Analysen und neue praktische Erfahrungen berücksichtigen zu können.

Man kann daher „diskretionäre“, „passiv-regelbasierte“ und „aktiv regelbasierte“ Ansätze unterscheiden.

Wenn man die Entwicklungen in anderen Ländern betrachtet, werden vor allem benchmarknahe „diskretionäre“ Fonds durch „passiv-regelbasierte“ ETFs „bedroht“. Aber auch „aktiv-regelbasierte“ Smart-Beta Fonds sind als starke Konkurrenz für aktive Fondmanager zu sehen. Passives investieren ist bisher jedoch vor allem bezogen auf Anlagen innerhalb einer Anlageklasse. Passive Multi-Assetanlagen sind dagegen eher selten.

## DEFINITION UND KATEGORISIERUNG VON EVIDENZ-BASIERTER KAPITALANLAGE

Im November 2016 wurde in New York die meines Wissens erste Konferenz mit dem Titel Evidence-Based Investing durchgeführt.<sup>3</sup> Im Konferenzprogramm heißt es: “Evidence-Based Investing (EBI) is a disciplined approach to asset management that combines the data we have from the past and present with honesty about the unknowable future. Where others would use

---

<sup>2</sup> Frank Wiebe im Handelsblatt vom 8.8.2014: „Aktiv oder passiv: Wann Fondsmanager ihr Geld wert sind und wann nicht“

forecasts, relationships or emotions to guide their decisions, practitioners of EBI would substitute facts, logic and reason.”

Obwohl ich mich seit einigen Jahren intensiv mit dem Thema Investmentphilosophie beschäftige, hatte ich den Begriff Evidence-Based Investing noch nicht gehört. Eine Suche auf SSRN, dem Social Sciences Research Network, ergab keine relevanten Dokumente zu dem Stichwort. Offenbar ist bisher kaum etwas Wissenschaftliches zu dem Thema veröffentlicht worden.

Eine Investmentphilosophie ist eine idealerweise kohärente und von anderen Philosophien eindeutig abgrenzbare Zusammenfassung von Investmentüberzeugungen. Nach der oben aufgeführten EBI-Definition kann man Evidence-Based Investments daher durchaus als Investmentphilosophie bezeichnen.

Investmentphilosophien kann man meines Erachtens am besten nach den drei Kategorien „diskretionär“ bzw. personen- oder teamabhängig, systematisch-prognosebasiert und systematisch-prognosefrei klassifizieren<sup>4</sup>.

Der ganz überwiegende Anteil aller Investmentportfolios wird „diskretionär“ gemanagt. Ein kleinerer Teil wird quantitativ gemanagt und das meistens systematisch-prognosebasiert. Nur sehr wenige Portfoliomanager nutzen einen konsequent systematisch-prognosefreien Ansatz.

Evidence-Based Investing in der oben genannten Form ist mit prognosebasiertem Anlegen, sei es diskretionär oder systematisch, nicht vereinbar. Evidence-Based Investing ist aber auch nicht deckungsgleich mit systematisch-prognosefreiem Anlegen. Im Idealfall erfordert letzteres nämlich ein klares und umfassendes Regelwerk, das möglichst frei von zwischenzeitlichen diskretionären Veränderungen ist. Evidence-Based Investing kann dagegen durchaus auch erhebliche diskretionäre Elemente haben und erhebt nicht den Anspruch, jederzeit komplett regelbasiert zu sein. Und systematisch-prognosefreies Investing muss nicht immer „evidence based“ sein. Einfache aber populäre Assetallokationen von 50/50 zu Aktien und Anleihen sind z.B. systematisch und prognosefrei aber kaum evidence-based zu begründen.

Evidence-Based Investing eignet sich aber nicht gut zu einer offiziellen Klassifikation von Investmentphilosophien, denn es wird kaum Portfoliomanager geben, die sich als Non Evidence-Based beschreiben würden. Außerdem kommt die explizite Prognosefreiheit im Begriff nicht zum Ausdruck. Der Begriff Evidence-Based Investing ist daher nicht ideal zur Beschreibung der Anlagephilosophie geeignet.

Evidence-Based Investing ist demnach keine neue oder eigene Kategorie einer Investmentphilosophie. Man kann aber diskretionäre und systematisch-prognosefreie Investmentphilosophien in solche, die evidenzbasiert sind und in nicht-evidenzbasierte Ansätze unterteilen, z.B. in heuristische wie die 50/50 Allokation.

---

<sup>3</sup> S. <https://www.imn.org/investment-management/conference/Evidence-Based-Investing>

<sup>4</sup> s. [https://diversifikator.com/de/wp-content/uploads/sites/2/2016/02/AR\\_6\\_2013\\_Soehnholz-Philosophie\\_Anforderung.pdf](https://diversifikator.com/de/wp-content/uploads/sites/2/2016/02/AR_6_2013_Soehnholz-Philosophie_Anforderung.pdf); zu systematisch prognosebasierten Ansätzen siehe z.B. Eduard Baitinger: Neue Ansätze für das quantitative Asset Management, 2014

Ich bin überzeugt, dass systematisch-prognosefreie und auch Evidence-Based Investments künftig an Bedeutung gewinnen werden, z.B. in Form von Smart-Beta bzw. Faktorinvesting. Das liegt unter anderem daran, dass man systematisch-prognosefreie Ansätze besonders gut automatisieren und Evidenz-basierte Ansätze besonders gut erklären kann.

## KONZEPTIONELL-REGELBASIERTE SMALL-DATA PORTFOLIOS VERSUS BIG-DATA EVIDENCE-BASED INVESTING (EBI)

Anhänger von EBI nutzen keine Prognosen aber lieben historische Datenanalysen. Je länger die analysierte Zeitperiode, umso besser. Daher kann man EBI-Strategien ebenso wie prognosebasierte quantitative Strategien als Big Data Ansätze bezeichnen. Die relativ neue Smart-Beta<sup>5</sup> und Faktorinvesting-Mode kann man daher auch als Evidence-Based Investing bezeichnen.

Die wichtigste Annahme von EBI ist, dass festgestellte systematische (Faktor-)Abweichungen von einer vollen Markteffizienz auch in Zukunft anhalten werden. Aber Anleger haben mit dieser Annahme nicht immer guten Erfahrungen gemacht. So haben z.B. mechanische Small-Cap- oder Value-Aktien-Strategien nach langen Perioden von Outperformance auch lange Zeiten von relativ schlechten Renditen eingebracht.

Diversifikator setzt wie EBI zwar auch auf regelbasierte und prognosefreie Konzepte, nicht aber auf Big-Data. Diversifikator verfolgt sogar explizit einen Small-Data Investmentansatz. Mit Small-Data haben wir zwar ursprünglich nur gemeint, dass man keine bzw. möglichst wenige Daten von Anleger haben möchte und „No-Data“ wird als der beste Datenschutzansatz verstanden. Das Weltmarktportfolio, also das wichtigste Portfolio von Diversifikator, kann man aber auch als ein Small Data Portfolio ansehen. Außer den aktuellen Anlagevolumina aller Kapitalanleger für alle größeren Anlagesegmente werden keinerlei Daten für die Asset-Allokation des Weltmarktportfolios benötigt.

Das Weltmarktportfolio wird zwar regelbasiert gebildet, aber da es keine Zeitreihen benötigt, werden auch keine Modelle benötigt und Optimierungen sind ohne Zeitreihen auch nicht möglich. Data-Mining, welches bei Evidence-Based Investing durchaus vorkommen kann, kann so gar nicht erst erfolgen.

Anders als bei Evidence-Based Strategien wird auch nicht behauptet, dass das Weltmarktportfolio besonders gut sei. Es wird nur behauptet, dass es besonders diversifiziert und besonders passiv ist. Auch weitere Portfolios von Diversifikator sind konzeptionelle Portfolios und nicht aus Zeitreihen der Vergangenheit abgeleitet.

Hier ist kurz ein Überblick zu den Konzepten hinter den aktuellen Portfolios von Diversifikator:

- Weltmarktportfolio (WMP) 7: WMP Basis mit möglichst wenigen ETFs approximiert.

---

<sup>5</sup> s. <http://prof-soehnholz.com/smart-beta-gefahr-single-assetklassen-portfoliomanager-investmentfonds/> und (<http://prof-soehnholz.com/faktor-etfs-gut-fuer-anbieter-schlecht-fuer-anleger-ein-plaedoyer-fuer-gleichgewichtete-benchmarks-und-faktordiversifikation/>)

- Weltmarktportfolio ex Bonds: WMP 7 ohne Anleihen.
- Weltmarktportfolio Stars: WMP 7 nur mit top-gerateten ETFs.
- ESG ETF-Portfolio: WMP Basis soweit möglich mit ESG-ETFs repliziert.
- Islamic ETF-Portfolio: WMP Basis soweit möglich mit Islamic ETFs nachgebaut
- Alternatives ETF-Portfolio: Alternatives Teil des WMP granularer repliziert

Möglichst alle Portfolios werden auch backgetestet. Dazu werden Daten mehrerer Jahre und Marktphasen analysiert. Ziel ist es aber nicht, eine Outperformance bzw. sogenanntes Alpha zu finden. Ziel ist nur festzustellen, ob die Konzepte für Anleger in der Vergangenheit attraktive Rendite-Risiko Relationen erreicht hätten. Die Attraktivität wird dabei im Vergleich zu starren Benchmarks von Aktien bzw. starren Kombinationen von traditionellen Aktien und Anleihen und vor allem in Bezug auf die Sharpe Ratio gemessen.

Die konzeptionell-regelbasieren Portfolios sollen dabei idealerweise mindestens genauso gut abschneiden wie ihre Benchmarks. Mehr wird nicht verlangt. Wenn das aber nicht der Fall wäre, würde das entsprechende Portfolio nicht realisiert werden. Bisher gibt es dazu nur eine Ausnahme. Das Islamische ETF Portfolio schnitt in der Vergangenheit leicht schlechter ab als seine Benchmark, Trotzdem wird es angeboten, da es aus Sicht von Diversifikator konzeptionell attraktiv ist.

Bisher sind nur zwei konzeptionelle Ansätze aufgrund von Rückrechnungen nicht umgesetzt worden. Es handelt sich um zwei von drei parallel getesteten einfachen Trendfolgestrategien. Die Backtests auch dieser nicht umgesetzten Strategien werden Interessenten jedoch zur Verfügung gestellt. Somit wird mögliches Data Mining transparent gemacht.

Wenn man strenge Evidence-Based Anforderungen nach langjähriger Outperformance folgen würde, wäre wohl keines der Diversifikator Portfolios realisiert worden, denn für islamische Anlagen, ESG-Anlagen aber auch einige Alternatives-Segmente liegen noch keine sehr langen Zeitreihen vor. Wenn man sich die Rückrechnungen und die bisherige Echtperformance der Diversifikator-Portfolios ansieht wäre es aber schade gewesen, wenn diese Portfolios nicht gestartet worden wären.

Diversifikator verfolgt mit seinem Ansatz zwar keine reine No-Data Investment-Strategie und wenn Konzepte getestet werden, sollten auch möglichst lange Zeitreihen analysiert werden, aber das ist weit von Big-Data entfernt. Die Investmentphilosophie von Diversifikator ist damit systematisch-prognosefrei aber keine Evidence-Based Investing Philosophie im Sinne von „Past-data-based“ Anlagestrategien.

Die hohen EBI Daten-Anforderungen sind nicht sehr innovationsfreundlich. Allerdings haben Evidence-Based Strategien Vermarktungsvorteile gegenüber aktiven Ansätzen. John Rekenthaler von Morningstar schreibt dazu: „Mechanical investment strategies are becoming more popular. Few fund managers can boast a 20-year track record. However, any number of back-tested, mechanical investment approaches can boast decades’ worth of data.“<sup>6</sup>

---

<sup>6</sup> Rekenthaler, John: Investors turn towards evidence, in Morningstar Rekenthaler Report, 23.11.2016

## EVIDENCE BASED INVESTMENT ANALYSIS (EBIA): A NEW TERM EVERY FINANCIAL ANALYST AND INVESTOR SHOULD KNOW

Evidence based investing (EBI, see Ritholtz/IMN<sup>7</sup>) is a pretty new term and evidence based investment analysis (EBIA, see DVFA-Blog<sup>8</sup>) is a brand new terminology. Is EBIA just another fad or useless buzzword? I do not think so. I think that EBIA may be much more important than EBI.

### **EBI - Original Definition**

“Evidence-Based Investing (EBI) is a disciplined approach to asset management that combines the data we have from the past and present with honesty about the unknowable future. Where others would use forecasts, relationships or emotions to guide their decisions, practitioners of EBI would substitute facts, logic and reason” according to the invitation for the first EBI conference<sup>9</sup> which took place in November 2016 in New York.

### **Original definition is too generic to be useful**

This seems so convincing that it seems obvious to me that all investing should be evidence based. Who would admit to be non-evidence based? And that is the basic problem with EBI: It cannot be used to seriously differentiate oneself from others.

„Smart Beta“ is a smarter term: All investors want to be smart, but traditional investment managers want to deliver alpha, therefore they will no claim to produce smart beta. Also, smart beta is typically rules based and most traditional investment managers do not fully rely on rules. „Smart beta“ therefore can be used to differentiate rather simple quantitative (rules based) from more complex (e.g. macro or managed futures hedge funds) quantitative as well as from discretionary investment managers.

Therefore it is not helpful to define Evidence-based investing (EBI) as an investment philosophy, since almost everybody would claim to use such a philosophy.

### **The first EBI products**

The first mutual funds are now marketed as „evidence based“. They claim to use clear past evidence for future investment decisions. Some use the EBI-term for factor investments<sup>10</sup>, whereas others use the term for passive investments<sup>11</sup>. We certainly do not need two terms for the same thing. And, in my opinion, EBI is not the same as either factor investing or passive investing.

### **Current EBI definition misses some important points**

EBI as defined above in my opinion misses or misuses some major elements:

---

<sup>7</sup> <https://www.imn.org/investment-management/conference/Evidence-Based-Investing/>

<sup>8</sup> <http://www.dvfa-blog.de/2017/12/gruendung-einer-initiative-zu-evidence-based-investing-ebi/>

<sup>9</sup> <https://www.imn.org/investment-management/conference/Evidence-Based-Investing/>

<sup>10</sup> <https://www.robeco.com/de/unsere-expertise/quantitative-investing/glossary/evidence-based-investing.html>

<sup>11</sup> <https://portfoliosolutions.com/evidence-based-investing>

- EBI should always be research-based and therefore should develop with further research over time.
- EBI is not necessarily completely forecast-free, since forecasts can be based on evidence (e.g. see “215 years of Momentum”<sup>12</sup>)
- EBI is not necessarily passive because there is no such thing as 100% passive investing (see Blog<sup>13</sup>). Passive investing is only possible after restrictions have been applied such as long-only or US-only or large-cap only etc..
- EBI should consider emotions since they influence investment decisions which has been well documented by research.
- EBI is not necessarily the same as quantitative investment. Quantitative investing could base on data mining or spurious correlations and therefore is not evidence-based.

## EBI guidelines

In my opinion, an investment can be described as evidence based if it follows these principles:

1) Use all data and research which you can gather efficiently, e.g. Damodar (since 1928), Shiller (since 1871), French (since 1920)<sup>14</sup> and SSRN or Researchgate<sup>15</sup>. Forecasts are allowed but should be falsifiable (see Blog<sup>16</sup>). Contradicting data and/or research should be mentioned if they can be known with reasonable effort.

2) Use adequate models. This means not to base on the efficient-market hypothesis and to take behavioural aspects into consideration.

3) Make assumptions and restrictions (e.g. long-only, no leverage, costs of implementation) transparent and explain them. If possible, previous trials should be mentioned. Unrestricted (big) data analysis and usually "hypothesis-free" data-mining should be avoided. Research/hypothesis driven data-analysis to discover new relationships is permitted, though.

4) Make sure or transparent that small variations in inputs, models or restrictions do not result in large variations in output (robustness).

5) Use fitting and challenging benchmarks. This means that equity portfolios should also be benchmarked against often difficult to beat equal-weight (1/N) portfolios, multi-asset portfolios against 50/50 equity/bond allocations and "risk managed" portfolios against simple trading strategies such as 200day trendfollowing.

6) EBI is rules based but rules can evolve over time and the rules may be changed by people. The rules can also be "individual". Imagine a rules-based ESG (Environment, Social, Governance) portfolio which contains several stocks and one of them is (additionally) excluded by an investor because she is vegan and the standard ESG portfolio did not have a

<sup>12</sup> <https://www.valuewalk.com/2015/06/215-years-of-global-multi-asset-momentum-from-1800-to-2014/>

<sup>13</sup> <http://prof-soehholz.com/das-most-passive-anlageportfolio-der-welt-ist-sehr-attraktiv/>

<sup>14</sup> for the data sources see „externe Quellen“ at [www.diversifikator.com](http://www.diversifikator.com)

<sup>15</sup> [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com); [www.researchgate.net](http://www.researchgate.net)

<sup>16</sup> <http://prof-soehholz.com/investmentphilosophie-prognosefans-sollten-prognosefreie-portfolios-nutzen/>



rule to exclude „non-vegan“ stocks. Typical discretionary investment is usually not compatible with EBI, though.

Others should be able to replicate the EBI results. Only if an investment fulfills all the above mentioned guidelines, it should be called EBI.

### **EBIA explained**

Evidence based investment analysis (EBIA) should use these principles to analyse investment portfolios. Most importantly, EBIA should critically question investment recommendations regarding the evidence on which the recommendations are based. Especially, EBIA focuses on the assumptions, data, models and restrictions used.

EBIA should be applied to all portfolios, not only the few portfolios which claim to be evidence based. EBIA is therefore much more important than EBI.

### **Problems with EBI and EBIA**

The problem with EBIA is that most of the investment products currently offered would not look very convincing. But that is no reason to discard EBIA.

For products following the EBI guidelines above it may be problematic to protect „investment“ secrets, since they have to be very transparent so that the evidence can be analysed. For non-public portfolios this should be solved with „confidentiality agreements“. For public EBI portfolios we need good intellectual capital protection and also good ethical behaviour by portfolio managers and investors alike.

### **Good examples of EBI?**

I found several not so convincing examples of „passive“ and data-mining based „factor“ portfolios which claim to be EBI.

Although at the time of launching my own company Diversifikator ([www.diversifikator.com](http://www.diversifikator.com)) at the beginning of 2016 I did not know the concept of EBI, I think that my approach with Diversifikator comes pretty close to EBI:

All Diversifikator portfolios are fully rules based, the rules are transparently documented (see "Das Diversifikator Buch"), we document all backtest-failures and variations (see "Diversifikator Test von Risikomanagementmodellen"), we also archive all previous documentations (see "Archiv") and provide daily data for backtests and live performance analysis (see "Excel-download"). Also, all trades are documented (see "Alle Portfolioänderungen" in "Archiv").

**EVIDENCE BASED INVESTMENT ANALYSIS - NEW (FIRST?) ONLINE  
TRAININGS AVAILABLE**



DVFA, the German association for financial analysis and asset management, has just published two training videos for Evidence Based Investment Analysis ([English version](#)<sup>17</sup> and [German version](#), initial DVFA EBIA publication see [here](#)<sup>18</sup>; an EBIA text see [here](#)<sup>19</sup>). I am proud that I have been asked to develop and provide the trainings. According to my knowledge, they are quite unique. Here is the summary in English:

### **What should you learn?**

With the help of these trainings you should be able to identify typical critical errors of „professional“ investors and learn to ask the most important questions regarding the key investment topics: Asset allocation including alternative asset classes, manager and fund selection, security selection and position weightings as well as risk (overlay) management including opportunities for responsible investments.

### **Description**

During the course you will receive an introduction to traditional e.g. scenario based as well as alternative asset allocation approaches such as Naive and Zero Based Asset Allocation which are not „pseudo-optimized“ and we introduce an uncommon multi-asset benchmark. In addition, you will learn typical problems with quantitative and factor based fund and security selections, weightings and benchmarks. One chapter focuses on the attractiveness of environmental, social and governance factors for stock selection compared to factor or so called smart beta approaches. In addition, typical risk management problems will be shown e.g. sensitivities regarding the use of „signals“. On the other hand, it will be shown how risk overlays could significantly increase the allocation to illiquid investments. Also, we introduce an unusual classification of investment philosophies. The most important takeaways should be (how) to question assumptions, restrictions, models and data used by typical „professional“ investors.

The course is mainly based on the book Söhnholz, D., Rieken, S., Kaiser, D. (2010): Asset Allocation, Risiko-Overlay und Managerselktion: Das Diversifikationsbuch, Gabler-Verlag 2010 (German only).

### **Trainings information**

English version: Duration 72 minutes, 12 video nuggets, one presentation document, EUR 142,80.

German version: Duration 140 minutes, 24 video nuggets, one presentation document, EUR 142,80.

Conflict of interest information: I will receive a (small) part of the revenues for the trainings.

---

<sup>17</sup> <https://shop.dvfa.de/products/evidence-based-investment-analysis-ebia-eng>

<sup>18</sup> <https://shop.dvfa.de/products/evidence-based-investment-analysis-ebia>

<sup>19</sup> <http://prof-soehnholz.com/finanzanalysten-und-produktanbieter-koennten-probleme-mit-evidence-based-investment-analysis-ebia-haben/>

## FINANZANALYSTEN UND PRODUKTANBIETER KÖNNTEN PROBLEME MIT EVIDENCE BASED INVESTMENT ANALYSIS (EBIA) HABEN

Inzwischen habe ich mehrere Vorträge zum Thema Evidence Based Investment Analysis (EBIA) vor Analysten und andere Marktteilnehmern gehalten. Dabei wurden zwei besonders wichtige Fragen gestellt. Frage 1: Finanzanalysten scheinen das Konzept grundsätzlich sehr gut zu finden, haben aber Angst um ihre Jobs. Ist diese Angst berechtigt? Frage 2: Anleger profitieren am meisten von EBIA. Wie können sie sicherstellen, dass sie gute Investmentanalysen erhalten?

Hierzu habe ich einige Anmerkungen und Ideen:

### **EBIA mit konkreten Anforderungen an Analysten**

Im Kern geht es bei EBIA - wie die Bezeichnung schon sagt - darum, dass Investmentanalysen auf Evidenzen basieren sollten.

Konkrete EBIA-Forderungen an Investmentanalysten lauten (s. auch DVFA<sup>20</sup>):

- Alle effizient verfügbaren Daten und Research sollten berücksichtigt und widersprechende Daten und Research sollten erwähnt werden.
- Vorhersagen/Prognosen sollten begründet werden und falsifizierbar sein (Angabe von Zielwerten/Ranges bzw. Zielterminen/Ranges).
- Es sollen adäquate Modelle (unter Berücksichtigung verhaltenswissenschaftlicher Erkenntnisse) ausgewählt werden.
- Analysen sollten auf Basis von Hypothesen erfolgen.
- (Big) Data Mining soll vermieden werden. Alle - gerade auch "gescheiterte" - Analyseversuche sollten transparent gemacht werden.
- Wenn Restriktionen und kleine Änderungen im Input zu größeren Veränderungen im Output führen, sollte das ebenfalls transparent dokumentiert werden.
- Es sollen adäquate Vergleiche/Benchmarks gewählt werden.
- Alle Kosten, die mit der Umsetzung der Erkenntnisse verbunden sind, sollen berücksichtigt werden.

### **Wollen Investmentanbieter Evidenz in dieser Form zeigen?**

Diese EBIA-Forderungen sind aus Anlegersicht sofort nachvollziehbar. Anbieter von Investments tun sich damit aber möglicherweise schwer. Das soll an einem fiktiven Beispiel illustriert werden:

Das Management eines Produktanbieters möchte ein neues Produkt auf den Markt bringen. Ziel ist es, an dem wachsenden sogenannten Smart Beta Markt zu partizipieren. Der Finanzanalyst wird um Produktvorschläge gebeten.

---

<sup>20</sup> <http://www.dvfa.de/verband/themengremien/evidence-based-investment-analysis.html>

Wenn der Finanzanalyst an effiziente Märkte glaubt, darf er gar keinen Produktvorschlag machen, denn eine Outperformance ist dann ja nicht möglich. Daher nehmen wir an, dass der Analyst nicht an immer voll effiziente Märkte glaubt.

Er durchsucht daher zunächst systematisch die akademische und praxisorientierte Fachliteratur, z.B. mit Hilfe der Datenbank [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com). Dort findet er z.B. viele Studien die zeigen, dass es aktiven Portfoliomanagern typischerweise nicht gelingt, passive Benchmarks outzuperformieren. Denselben oder anderen Studien ist zu entnehmen, dass es einen Publikationseffekt gibt: Kurz nachdem „Marktanomalien“, die Outperformances ermöglichen sollen, publiziert wurden, verschwinden diese typischerweise. Ganz aktuellen Analysen zufolge gab es z.B. den vielgenutzten Small Cap Effekt sogar nie<sup>21</sup> und viele statistischen Analysen sind nicht aussagekräftig<sup>22</sup>.

### **Mühsame Suche nach und hohe Anforderungen an Outperformance**

Wenn der Analyst Optimist ist, kann er trotzdem versuchen, eine noch nicht von anderen identifizierte Outperformancechance zu finden. Dazu kann er grundsätzlich große Datenmengen effizient mit leistungsfähiger Software durchsuchen. Ein besonders fortschrittlicher Analyst nutzt neben klassischen Finanzdaten auch extrafinanzielle Daten, Textanalysen, Sentimentanalysen, maschinelles Lernen etc..

Die Suche kann ohne explorativ oder Hypothesenbasiert sein. Hypothesen können wiederum aus wissenschaftlichen Papieren abgeleitet werden, für die es vielleicht noch nicht viele datenbasierte Analysen gibt.

Angenommen der Analyst findet Outperformancemöglichkeiten, dann muss die Outperformance so hoch sein, dass sie die Produktkosten der Anleger übersteigen. Bei Retailprodukten können neben den direkten Produktkosten auch die Implementierungskosten auf Anlegerseite ziemlich hoch sein. Die Messlatte für Outperformance ist also sehr hoch gelegt.

Außerdem muss der Analyst überzeugt sein, dass die Outperformance auch noch einige Zeit anhält. Wenn andere die Ansätze des Analysten kopieren, ist die Outperformance bald gefährdet. Produkthanbieter legen daher ungerne Details ihrer Analysen bzw. Vorgehensweisen offen. Selbst wissenschaftliche Studien oft nicht einfach replizierbar, weil Ihnen wesentlichen Angaben fehlen, die für einen Nachbau erforderlich sind (und weil kleine Änderungen in Inputs bzw. Modellen oft zu großen Änderungen in Outputs führen).

### **Transparenzdilemma**

Wenn der Analyst den oben genannten EBIA Prinzipien folgt, müsste er darauf bestehen, dass alle Versuche, die dem finalisierten Produkt vorausgingen, veröffentlicht werden. Außerdem müssten Tests durchgeführt und veröffentlicht werden, die zeigen, inwieweit kleine Abweichungen in den Restriktionen oder Modellen für das Produkt zu Änderungen im Output führen. In der Reinform von EBIA müssten zudem alle dem Produkt zugrunde liegenden Regeln und Kosten transparent gemacht werden.

---

<sup>21</sup> [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3197891](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3197891)

<sup>22</sup> [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3192611](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3192611)

Wenn der Analyst seine Analysen offenlegt, können diese identifizierten Outperformancemöglichkeiten aber sehr einfach von anderen kopiert werden.

### **Anbietermanagement wird Bedenken haben**

Das wird aber das Management des Produkthanbieters nicht wollen. Die Furcht vor Kopierern bzw. Dieben von geistigem Eigentum ist grundsätzlich gerechtfertigt, zumal es bisher noch keinen effizienten Schutz von geistigem Eigentum im Finanzbereich gibt. Allerdings ist das Reputationsrisiko für Kopierer/Diebe sehr hoch, wenn herauskommt, dass sie ohne "Lizenz" kopiert bzw. gestohlen haben.

Aus Managementsicht besteht das Risiko aber vor allem darin, dass möglicherweise die Forderung erhoben wird, volle Transparenz auch für alle anderen bisher schon angebotenen Produkte bzw. Services zu bieten. Dann würde sich ziemlich sicher zeigen, dass viele der angebotenen Produkte nur außerordentlich geringe Outperformancechancen haben. Selbst für ein sauber nach EBIA Kriterien entwickeltes und vermarktetes Produkt könne sich die Voraussetzungen ändern, so dass sogar der Produktentwicklungsanalyst zu der Meinung kommen kann, dass das Produkt nicht mehr aktiv vermarktet oder sogar abgewickelt werden sollte.

### **Muss der Analyst fehlende Outperformancemöglichkeiten melden?**

Wenn der Analyst, der sich zu EBIA verpflichtet, das so sieht, hat er ein Problem. Darf er weiter für eine solche Firma arbeiten, ohne etwas zu sagen, obwohl er weiß, dass Anlegern möglicherweise geschadet wird? Muss er Missstände offen legen? Darf er in der Konsequenz vielleicht nur noch für Firmen bzw. in Unternehmensbereichen ohne Outperformanceanspruch arbeiten, also für Anbieter von Indexprodukten?

### **EBIA-Chancen für Buy-Side Analysten, denn Anleger müssen auf unabhängiges Research setzen**

Buy-Side Analysten sind von dieser Kritik weniger betroffen, denn sie sind ja gefordert, bestehende und neue Produkte auf ihre Evidenz hin zu überprüfen. Besonders wenn sich Anleger nicht darauf verlassen können, dass Sell-Side Analysten bzw. Produkthanbieter EBIA Regeln folgen, sollten sie ihre eigenen Analysekapazitäten haben bzw. unabhängiges Research einkaufen. Zusätzliche Analysekosten können Anleger zumindest teilweise dadurch finanzieren, dass sie statt teurer aktiver Produkte künftig günstigere passive Produkte einkaufen.

Die wichtigste Forderung ist daher zunächst, dass Anleger EBIA entweder selbst durchführen müssen oder Research einkaufen, das EBIA-Anforderungen genügt.

### **Sell-Side Analysten müssen intern kritisieren oder sogar Whistle-Blower werden**

Wer mit seinen Forderungen weiter gehen will, fordert EBIA auch von Produkthanbietern und deren Sell Side Analysten.

Analysten, die bei ihren Arbeitgebern feststellen, die bestimmte Produkte oder Services nicht EBIA-Kriterien genügen, sollten zunächst intern versuchen, für deren Änderung bzw.

Einstellung zu sorgen. Wenn das nicht geschieht, kann man über eine Pflicht nachdenken, „Whistleblowing“ zu betreiben, besonders wenn Analysten denken, dass Anleger nachhaltig geschädigt werden könnten.

Dieses Whistleblowing kann in einem ersten Schritt an eine Branchenvereinigungseinrichtung erfolgen, z.B. den Ombudsmann des Bundesverbandes Investment und Assetmanagement (BVI).

Wenn sich die Investmentbranche EBIA-Prinzipien verpflichten würde, könnte sie damit selbst etwas für ihre Reputation tun. Ein solcher Branchenverband könnte auch zumindest nationale Konflikte in Bezug auf das Kopieren bzw. den Diebstahl von Investmentideen behandeln.

Nur wenn die Branche bei der Selbstregulierung versagt, müssen weitere Eskalationsmöglichkeiten angedacht werden.

### **EBIA Vorreiter DVFA**

Die DVFA (Deutsche Vereinigung für Finanzanalysten) hat EBIA meines Wissens international als erstes „besetzt“.

Wenn EBIA künftig zum Kodex von Analysten gehören sollte, was zu erhoffen ist, dann werden es Analysten bei einigen Produktanbietern schwer haben, die sich diesen Prinzipien nicht verpflichten wollen.

### **Anleger müssen aktiv nach EBIA fragen**

Andererseits könnten Anleger bei ihrer Produktselektion künftig nachfragen, ob Anbieter einem EBIA Kodex folgen. So kann vor allem von der einflussreichen institutionellen Anlegerseite Druck auf Investmentanbieter ausgeübt werden.

Anbieter, die sich zu EBIA verpflichten, werden damit nicht nur als Produktanbieter sondern auch als Arbeitgeber für Sell-Side Analysten, für die EBIA wichtig ist, wieder interessant.

### **Rosige Zukunft vor allem für passive Anlagen, illiquide Investments und Buy-Side Analysten**

Wahrscheinlich würde das dazu führen, dass künftig weniger diskretionäre Angebote angeboten werden und Anbieter keine Outperformance z.B. von Smart Beta Produkten mehr suggerieren, womit diese ganze Marktsegment gefährdet wird.

Besonders Buy-Side Analysten werden aber weiter stark gefragt sein: Nach sehr vielen Schätzungen wird es gibt künftig weiterhin eine große Nachfrage nach Kapitalanlagen geben. Außerdem es gibt mehr Indizes als einzelne Wertpapiere. Und eine Diversifikation über verschiedene Indizes bzw. Anlagesegmente wird von EBIA ja nicht grundsätzlich hinterfragt.

Für manche Anlagesegmente, wie viele illiquide Anlagen, gibt es dagegen kaum Indizes aber dafür wesentlich höhere Prüfungsanforderungen als für grundsätzlich jederzeit verkaufbare

liquide Investments. Und illiquide Investments sind in vielen Portfolios nur zu einem geringen Anteil vertreten.

Außerdem wird sehr viel zu Kapitalanlagen publiziert, aber viele Publikationen entsprechen nicht allen EBIA Kriterien und müssen daher kritisch und teilweise zeitaufwändig geprüft werden.

Das ergibt genug Analyse- und Anlagemöglichkeiten, um zahlreiche Anbieter und Sell-Side Analysten zu rechtfertigen. Und Anleger bzw. Buy-Side Analysten haben mit der Auswahl von und der Allokation zu passiven und illiquiden Investments viel zu tun.

## PROFESSIONELLES MULTI-ASSET MANAGEMENT IST KEIN ERFOLGSGARANT

In den letzten 10 Jahren haben kapitalgewichtet-aggregierte Fonds gleichgewichtet-aggregierte Fonds outperformt, was für gute Fondselektionsfähigkeiten von Anlegern spricht<sup>23</sup>. Die Outperformance kommt vor allem dadurch zustande, dass mehr Geld in günstige als in teure Fonds investiert wird. Anleger haben danach aber keine guten Asset Allokationsfähigkeiten: Investors „would be better off doing what they’re already doing with their fund selection and keeping their asset allocation rigorously, strictly strategic.“

Profis scheinen die Asset-Allokation in einigen Fällen etwas besser als Laien hinzubekommen: „Allocation funds fare better than the rest, because target-date funds have positive return gaps, but they are still negative“. Das ist nicht befriedigend, zumal es noch schlechtere Untersuchungsergebnisse für die Asset-Allokationsfähigkeiten von Profis gibt: So wird in einem anderen Morningstar-Bericht in Bezug auf das besonders schnell wachsende Segment von (Multi Asset) Target Return (Zielrendite) Fonds festgestellt, dass diese in den letzten Jahren enttäuschende Renditen bei höheren Risiken im Vergleich zu passiven Benchmarks geliefert haben<sup>24</sup>. Das ist vor allem auf hohe Kosten aber auch auf schlechte Allokationen der Fonds zurückzuführen.

Objective Based Fonds setzen neben Target Return auf Einkommen (Income bzw. Dividenden), geringe Volatilität (Schwankungen) oder Inflationsschutz. In einer weiteren Morningstar Studie zu diesen Fonds wird festgestellt: „A healthy number of funds accomplish their objective, though comparable blended indexes would do the same, and usually with higher returns and lower volatility.“<sup>25</sup>

In einer anderen Untersuchung zur Performance von Tactical Allocation Fonds stellt Delorme fest<sup>26</sup>, dass über 5 Jahre kein einziger Tactical Allocation Fonds eine passive Benchmark risikoadjustiert geschlagen hätte und es über 10 Jahre auch nur sehr wenige Fonds geschafft hätten. Und in Großbritannien wird bemängelt, dass zwei Drittel der Absolut Return Fonds ihren Anlegern in der analysierten Periode Verluste einbrachten<sup>27</sup>. Die möglicherweise

<sup>23</sup> Rekenhtaler, John: Good Selection, Bad Timing for Fund Investors, Morningstar, 10.8.2016 (für in den USA verkaufte Fonds)

<sup>24</sup> Yang, Janet: Absolute-Return Funds Aren’t Hitting Their Mark, Morningstar 16.8.2016

<sup>25</sup> Morningstar: A Review of objectives based funds, Juni 2016

<sup>26</sup> Delorme, Luke: How „Tactical Allocation“ Mutual Funds Fared over the last 5 years“, Advisors Perspectives, 9.8.2016

<sup>27</sup> „Das Investment“ vom 16.8. mit Verweis auf eine entsprechende Financial Times Meldung



falschen Versprechungen dieser Fonds werden inzwischen von der britischen Finanzaufsicht untersucht.

Wenn Anleger den Analysen von Morningstar folgen würden, würden Sie wohl nur noch passive Asset Allokationen nutzen<sup>28</sup>.

## DÜRFEN PROFIS PROGNOSEFREI ANLEGEN?

Es gibt nur wenige Investmentprofis, die zugeben, dass sie nicht besonders gut im prognostizieren sind. Es gibt noch weniger, die versuchen, komplett auf Prognosen zu verzichten. Und es gibt fast keinen, der Prognosefreiheit als besonders positiv herausstellt. Prognosefrei heißt aber nicht annahmefrei. Investieren ohne Annahmen geht nicht<sup>29</sup>.

Aber was ist der Unterschied zwischen einer Prognose und einer Annahme? Am einfachsten kann man das anhand von Beispielen erklären: Alle Fonds der Veritas Investment GmbH werden komplett systematisch und prognosefrei gemanagt. Dabei werden Vergangenheitsdaten systematisch analysiert und für die Aktienfonds die Aktien mit den besten kombinierten Qualitäts-, Value-, extremeVaR und ESG- bzw. Governance-Scores ins Portfolio aufgenommen. Schätzungen für zukünftige Daten wie z.B. Analystenschätzungen werden aber nicht verwendet. Die wichtigste Annahme ist, dass Aktien, die nach dem o.g. kombinierten Score selektiert und kombiniert werden, in Zukunft ein gutes Portfolio ergeben.

Ähnlich ist es bei den vermögensverwaltenden Fonds der Veritas. Die Basisallokation der defensiven Fonds erfolgt mit dem Risk@Work Ansatz. Dieser basiert auf Millionen von Simulationen anhand von möglichst langen Zeitreihen von Vergangenheitsdaten. So können Portfolios gefunden werden, die mit einer sehr hohen Wahrscheinlichkeit die gerade noch akzeptierten maximalen Verlustgrenzen einhalten. Um aus mehreren solcher Portfolios das „beste“ zu selektieren, können für die verwendeten Anlagen Renditeschätzungen verwendet werden. Diese können je nach Investor unterschiedlich sein. Veritas selbst nutzt dazu nur Vergangenheitswerte. Abhängig von der Länge der Periode, die für die Vergangenheit herangezogen wird, können sich diese Renditeschätzungen unterscheiden. Der Ansatz ist also annahmeabhängig. Allerdings werden zu keinem Zeitpunkt Prognosen im Sinne von Einzel- oder Bandbreiten-Datenschätzungen für Zeiten bzw. Perioden in der Zukunft verwendet. Das gilt auch für die von Veritas verwendeten Trendfolgesysteme. Die Annahme dahinter ist zwar, dass bestimmte Trends weiter laufen oder abbrechen, aber Prognosen im hier verwendeten Sinn werden nicht benötigt.

Wenn man professionelle Anleger fragt, ob sie jemanden kennen, der besonders gute Prognosen erstellt, erhält man oft eine negative Antwort. Und man braucht sehr viele Prognosen, um eine klassische Optimierung zu machen, speziell wenn man mehrperiodische Optimierungen über mehrere Anlagesegmente machen will.

Vielleicht künftig mehr Anlageprofis zugeben, dass sie weder gut sind im prognostizieren noch jemanden kennen, bei dem sie gute Prognosen einkaufen können.

---

<sup>28</sup> Interessanterweise ist Morningstar der wohl größte Spezialist für das Research aktiv gemanagter Fonds).

<sup>29</sup> siehe auch Kapitel „Es gibt keine völlig passive Kapitalanlage“



## INVESTMENTPHILOSOPHIE: PROGNOSEFANS SOLLTEN PROGNOSEFREIE PORTFOLIOS NUTZEN

Meine Firma Diversifikator verfolgt eine (regelbasiert-)prognosefreie Investmentphilosophie. Das wird von manchen Vermögensverwaltern und Banken kritisiert, da diese meist eine prognosebasierte Philosophie verfolgen. Dabei sind prognosefreie Portfolios für Prognoseanhänger besonders interessant (s.a. "Dürfen Profis prognosefrei investieren?"<sup>30</sup> und "Logische und verantwortungsvolle statt pseudo-optimierte Portfolios"<sup>31</sup>).

### **Prognostiker sollten keine diskretionären Fonds empfehlen**

Wenn man einen vollkommen diskretionären („frei agierenden“) Multi-Assetfonds kauft, ist der Manager des Fonds für die Prognosen zuständig. Er hat ziemlich sicher Erwartungen bzw. konkrete Prognosen für Aktienkurse, Anlagefaktoren wie Value oder Small Cap, Zinsen und Wechselkurse und richtet sein Portfolio entsprechend aus. Die Ausrichtung und Anlagestrategie kann sich grundsätzlich jederzeit ändern, sofern die meist breit gefassten Anlagebedingungen eingehalten werden.

Ein Anlageberater, der seinen Kunden einen solchen Fonds empfiehlt, kann zwar eigene Prognosen haben, aber sie reflektieren sich nicht in der Fondsanlage, da der Fondsverwalter typischerweise völlig unabhängig vom Kundenberater agiert. Einen Fonds mit Prognosen zu finden die immer den Prognosen des Beraters entsprechen, ist wohl ausgeschlossen.

### **Prognostiker sollten keine Multi-Asset Fonds empfehlen**

Ein Berater, der Anlagen haben möchte, die mit seinen Prognosen kompatibel sind, darf also eigentlich nur prognosefreie Fonds empfehlen. Prognosefreie Multi-Asset Fonds gibt es allerdings kaum, wenn man von starren Mischfonds absieht. Mit solchen inflexiblen Fonds kann man zudem seine Prognosen nicht umsetzen. Der Anlageberater kann seine Prognosen aber mit einer Kombination von einzelnen passiven Fonds/ETFs umsetzen. So kann man den Kauf bzw. Verkauf dieser Fonds empfehlen, wenn sich seine Prognose ändert.

### **Prognosefreie Fonds sind auch für Endkunden attraktiv**

Die Situation wird noch komplexer, wenn auch der Endkunde Prognosen hat. Er wird kaum einen Berater finden, dessen Prognosen mit seinen übereinstimmen. Daher ist es auch für den Anleger attraktiv, wenn der Berater prognosefreie Fonds nutzt, die vom Anleger relativ einfach überwacht werden können und deren Kauf/Verkauf vom Anleger einfach initiiert werden können.

### **Prognosebasierte performen schlechter als prognosefreie Fonds**

Ein weiterer Grund, warum eine prognosefreie Investmentphilosophie von vielen traditionellen Marktteilnehmern zunächst abgelehnt wird ist die Annahme, dass Outperformance ohne Prognosen sehr schwierig ist.

---

<sup>30</sup> <http://prof-soehnholz.com/prognosefrei-investment-fonds-philosophie-profi-fondsmanager/>

<sup>31</sup> <http://prof-soehnholz.com/logische-und-verantwortungsvolle-statt-pseudo-optimierte-geldanlagen/>

Outperformance ist aber generell sehr schwierig, wie die vielen kritischen Studien zu aktiven Fonds zeigen. Und fast alle aktiven Fonds sind prognosebasiert. Passive Fonds performen meist besser als aktive Fonds. Das liegt vor allem an den relativ niedrigen Kosten von passiven Fonds. Das prognosebasierte Anlagen prognosefreie Anlagen outperformen ist also alles andere als sicher.

### **Unklar, was eine Prognose ist? Prognosen müssen falsifizierbar sein**

Unter einer Prognose verstehe ich eine falsifizierbare Aussage im Sinn einer konkreten Vorhersage für einen konkreten Zeitpunkt bzw. -raum. „Der DAX wird irgendwann steigen“ ist nicht falsifizierbar und danach keine Prognose sondern allenfalls eine vage Erwartung. „Der DAX wird Ende 2018 zwischen 12.000 und 14.000 stehen“ dagegen ist eine Prognose, denn die Aussage ist falsifizierbar. Auch bedingte "wenn-dann" Prognosen sind möglich. Auch Häufigkeitsprognosen können falsifizierbar sein, z.B. "Bis Ende 2018 wird der DAX in 50% der Börsentage mehr gewinnen als verlieren". Schwierig wird es aber mit der Falsifizierbarkeit von Wahrscheinlichkeitsaussagen wie "Mit einer 50%igen Wahrscheinlichkeit wird der DAX Ende 2018 über 13.000 Punkten stehen".

Prognosefrei heißt aber nicht annahmefrei. Annahmefreies Investieren ist nicht möglich.

Diversifikator nutzt mehrere wichtige Annahmen: So wird angenommen, dass eine breite Diversifikation über viele Anlageklassen auch viele Renditechancen ermöglicht. Außerdem wird angenommen, dass eine Gleichgewichtung innerhalb von Anlagesegmenten die Renditechancen erhöht und dass ESG (Environment, Social, Governance)-Ausschlüsse die Renditeerwartungen nicht senken. Es werden jedoch keinerlei konkreten diesbezüglichen Prognosen genutzt.

### **Annahmen sollten transparent sein**

Berater, die Portfolios empfehlen, sollten deren wichtigste Annahmen kennen und sie mittragen. Sie können jedoch trotzdem selbst konkrete Prognosen haben, z.B. zu einzelnen Immobilienmarktentwicklungen. Das entsprechende Musterportfolio von Diversifikator enthält keinerlei Prognosen über einzelne Immobiliensegmente- oder Immobilienaktienentwicklungen. Portfolioänderungen ergeben sich nur, wenn die Portfolioregeln verändert werden. Portfolioregeln umfassen z.B. die Anzahl der Aktien, die Gewichtung der Aktien zueinander etc.. Die Regeln werden vorab kommuniziert und sind damit transparent und überprüfbar.

### **Prognosefreie (regelbasierte) Fonds können leichter modifiziert werden**

Dieses Portfolio kann z.B. aus Sicht des Kundenberaters zu wenige deutsche Immobilienaktien enthalten. In dem Fall kann der Berater dem Anleger eine zusätzliche deutsche Immobilienaktienallokation empfehlen.

Falls das Portfolio aus Beratersicht eine zu hohe Allokation zu deutschen Immobilienaktien aufweisen sollte, kann das auch berücksichtigt werden, denn künftig werden Portfolios angeboten, aus denen Berater bzw. Anleger einzelne Titel bzw. Marktsegmente ausschließen können.

Ein „aktiver“ Immobilienaktienfonds dagegen, in dem Prognosen des Fondsmanagers zu einzelnen Immobilienmarktsegmenten oder einzelnen Titeln zu Portfolioänderungen führen, kann sich bei Prognoseänderungen des Managers erheblich ändern und den Immobilienprognosen des Beraters und/oder Endkunden widersprechen und daher für ihn ungeeignet sein.

### **Prognosefreie Strategien brauchen weniger Überwachung**

Bei einem prognosebasierten Portfolio sollte man daher darauf achten, dass die Prognosen des Fondsmanagers auch während der Haltedauer mit denen von Berater und Anleger kompatibel sind. Diese laufende Überprüfung ist aufwändig. Eine solche Überwachung ist bei einem prognosefreien Portfolio nicht erforderlich.

Der Endkunde oder der Berater möchten vielleicht sogar grundsätzlich wissen, warum der Portfoliomanager wann welche Trades macht. Beim aktiven Fonds muss der Portfoliomanager nachfragen, um die Antwort zu erfahren. Beim passiven Fonds muss er im Zweifel nur auf die Regeln verweisen. Der Berater kann so grundsätzlich immer wissen, wann und warum welche Bestandteile sich im Portfolio befinden.

So werden bei Diversifikators Standardportfolios die Investments nur ein Mal pro Jahr überprüft und geändert, denn alle Portfolios sind auf möglichst geringe Handelskosten ausgelegt („most passive“).

### **Prognosewidersprüche bei mehreren „aktiven“ Fonds im Portfolio**

Besonders schwierig wird es, wenn man mehrere prognosebasierte Fonds miteinander kombinieren möchte. Drei Multi-Assetfonds, die unterschiedliche Prognosen umsetzen, widersprechen sich untereinander. Das ergibt ziemlich sicher ein relativ teures aber kein effizientes Portfolio. Drei prognosefreie Multi-Assetportfolios können zwar gleiche oder ähnliche Positionen enthalten, sollten sich aber zumindest nicht gleichzeitig in ihren Strategien widersprechen.

Ähnliches gilt für spezialisiertere Fonds. Insbesondere wenn Leerverkäufe zugelassen sind macht es keinen Sinn, unterschiedliche Fonds zu halten von denen der eine „Long“ und der andere gleichzeitig dieselbe oder eine vergleichbare Position „Short“ geht.

Wenn man nur prognosefreie (passive) Investmentbausteine bzw. Portfolios nutzt muss man als Berater zudem auch der Aufsicht nur seine eigenen (ggf. prognosebasierten) Entscheidungen erklären (und dokumentieren) und nicht auch noch erklären, warum man genau den gewählten aktiven Portfoliomanager selektiert und beibehalten bzw. das Mandat beendet hat.

Hinzu kommt, dass prognosefreie (passive) Portfolios oft günstiger angeboten werden als prognosebasierte (aktive) Portfolios. Prognosefreie Portfolios zu nutzen ist also auch für Prognosefans nicht so blöd, wie es sich zunächst anhört.

## REGELTRANSPARENZ IST WICHTIGER ALS POSITIONSTRANSparenZ

Wenn in der Anlagebranche über Transparenz geredet wird, dann geht es meist um Portfoliobestandteile und Kosten. In diesem Abschnitt geht es um weitere Dimensionen von Transparenz, vor allem um Transparenz nach Vorne und nicht nach Hinten.

Für Stiftungen gibt es seit einiger Zeit sogar spezielle Transparenzberichte. Diese enthalten ziemlich viele Zahlen und auch weitergehende Informationen über „vergangene“ Portfolios. Aber was nutzt es Anlegern, dass sie vergangene Renditen und das aktuelle Portfolio im Detail kennen, wenn es sich um einen wirklich aktiven Portfoliomanager handelt? Welche Transparenz benötigen Anleger, um das künftige Verhalten von Fonds beurteilen zu können?

Vielleicht können Sie von Profis lernen: Institutionelle Consultants empfehlen in der Regel keine Fonds ohne bzw. mit wenig Track Record. Sie möchten aus der Vergangenheit auf künftiges Verhalten schließen. Sie nehmen meist an, dass vergangene Renditen gute Indikatoren für künftige Renditen sind.

Neue ETFs, auch sogenannte Smart Beta ETFs, sammeln aber auch ohne echten Track Record teilweise viel Geld ein. Der Grund: Sie folgen offenbar überzeugenden Regeln. Anleger nehmen an, dass Regeln, die in der Vergangenheit funktioniert haben, auch in der Zukunft funktionieren werden.

ETFs müssen ihren Regeln folgen. Regelbasierte Fonds, die nicht wie typische ETFs offiziellen Indizes folgen, sind ebenfalls sehr transparent, wenn sie ihre Regeln offen legen. Oft gibt es wissenschaftliche Literatur, auf der diese Regeln aufbauen. Im Idealfall können Anleger, zumindest institutionelle Investoren oder professionelle Berater, die über entsprechende Analysefähigkeiten und Tools verfügen, können diese Regeln testen. Regeltransparenz ist also sehr wichtig für Anleger um antizipieren zu können, wie sich ein Fonds künftig verhalten könnte. Wenn dann noch „Verhaltens“-Transparenz durch dokumentierte oder über Tools nachvollziehbare Simulationen und Stresstests und vielleicht noch Positionstransparenz, also die Offenlegung aller aktuellen Positionen im Fonds, hinzukommen, kann der Fonds sogar relativ einfach kopiert werden. Deshalb scheuen viele Fondsmanager vor einer solchen Transparenz zurück.

Aber wer würde solche Fonds kopieren, selbst wenn die Regeln und Backtests sehr überzeugend sind? Ein direkter Wettbewerber kann es sich das kaum leisten, denn Kopien durch einen Wettbewerber würden schnell auffallen. Wenn das publik wird, kann das dem Erfinder der Regel nützen und dem Kopierer erheblich schaden. Einzelne Elemente der Regeln könnten natürlich von anderen Investoren übernommen werden. Aber wer sich mit Regelanalysen beschäftigt, weiß, dass oft die richtige Kombination von Regeln entscheidend ist und nicht die einzelne Regel an sich. Sogar institutionelle Investoren haben oft nicht die Ressourcen, um Fonds zu kopieren.

Regeltransparenz ist wichtiger als Positionstransparenz, denn Positionen können sich schnell ändern. Und aus Positionen abzulesen, nach welchen Regeln das Portfolio künftig genau zusammengestellt wird, ist fast unmöglich. Regeltransparenz alleine reicht aber nicht aus, damit Anleger einem Fondsmanager Geld geben. Dazu ist auch eine eher qualitative Fonds- und Managertransparenz erforderlich, die man als professioneller Investor z.B. über sogenannte Due Diligence Fragebögen erhält. Der BVI (Bundesverband Investment und Asset

Management) und der BAI (Bundesverband Alternative Investments) haben solche Bögen entwickelt.

## LOGISCHE UND VERANTWORTUNGSVOLLE STATT „PSEUDO-OPTIMIERTE“ GELDANLAGEN

Ich nutze eine regelbasiert-optimierungsfrei Investmentphilosophie, die man als logisch statt „pseudo-optimiert“ bezeichnen kann. Auch verantwortungsvolle (ESG) Anlagen kann man so umsetzen. Hier zeige ich, wie sich meine Anlagephilosophie entwickelt hat und wie ich sie auf verantwortungsvolle Investments anwende.

Ende der 90er Jahre war es meine Aufgabe, die weltweit besten Private Equity Fonds zu finden. Private Equity Fonds sind geschlossene Fonds, die für eine begrenzte Zeit in mehrere nicht-börsennotierte Beteiligungen investieren. Damals war Private Equity aufgrund hoher vergangener Renditen sehr populär. Anleger wollten vor allem Fonds haben, die in Technologie-Startups aus dem kalifornischen Silicon Valley investieren. Interessanterweise höre ich diesen Wunsch heute auch wieder.

Es gab aber damals auch schon Private Equity Fonds aus anderen Regionen und mit anderen Anlageschwerpunkten. Meine Kollegen und ich waren skeptisch, ob der Technologie-Boom andauern würde. Wir haben daher „naive“ Portfolios“ (Naiv“ sagen wir zu Gleichgewichtungen), in denen auch die Fonds gleichgewichtet wurden, aus den damals vier großen Private Equity Segmenten angeboten: Venture Capital (=Minderheitsbeteiligungen an jungen Wachstumsunternehmen) USA und Europa sowie Buyout-Capital (=Mehrheitsbeteiligungen an etablierten Unternehmen) aus diesen beiden Regionen. Die Rendite des Portfolios war gut, aber die niedrigste Rendite hatte Venture Capital aus den USA.

Ähnlich sind wir wenige Jahre später bei der Allokation zu Hedgefonds vorgegangen (Hedgefonds sind Fonds mit besonders großen Anlagefreiheiten z.B. in Bezug auf Derivate und illiquide Anlagen). Hedgefondsrenditen kann man einfacher messen als Private Equity Fondsrenditen, weil Hedgefonds mindestens monatlich ihre Performance veröffentlichen. Allerdings waren wir auch in diesem Fall skeptisch in Bezug auf die Vorhersagekraft vergangener in Bezug auf künftige Renditen.

Auf Beraterwunsch haben wir für jede der vier großen Hedgefondsstrategien (Equity Hedge, Relative Value, Event Driven und Tactical Trading) einen eigenen Dachfonds aufgelegt. Innerhalb der Strategien wurde das Kapital gleichgewichtet auf jeweils 10 Hedgefonds aufgeteilt. Die Kundenberater haben ihren Anlegern meist eine Gleichgewichtung der Strategien empfohlen, der auch die meisten Anleger folgten. Auch das hat sich gut bewährt. Die gute Rendite eines naiven Ansatzes sieht man an der Entwicklung der ARIX Indizes (<http://www.feri.de/investment-management/alternative-investments/hedgefonds/>).

Diversifikation, also die Streuung über verschiedene Anlagesegmente, galt bis zur Finanzkrise 2008 als das einfachste bzw. beste Mittel zur Risikosenkung eines Portfolios. Mit der Finanzkrise von 2008, die sehr viele Anlagesegmente gleichzeitig hart traf, wurde die Nutzung von Diversifikation zur Risikobegrenzung jedoch in Frage gestellt.

Auch meine Kollegen und ich haben uns intensiv mit dem Thema beschäftigt. Zu der Zeit wurden Anlegern vor allem „optimierte“ Portfoliokombinationen aus liquiden Aktien und Anleihen angeboten. Selbst wenn man komplexe und für institutionelle Anleger genutzte Optimierungsmodelle für Aktien und Anleihen verwendete, konnte man feststellen, dass die „naive“ Berücksichtigung einer weiteren Anlageklasse fast immer zu höheren Renditen oder zu niedrigeren Risiken für Anleger geführt hätte.

Die „Optimierung“ war deshalb nicht optimal, weil die Modellrestriktionen das Anlageuniversum auf liquide Anleihen und Aktien beschränkten. Selbst wenn weitere Anlageklassen zugelassen sind, werden in der Praxis Obergrenzen für die Allokation einzelner Anlageklassen mehr oder weniger willkürlich festgelegt. Das widerspricht dem Prinzip der Optimierung.

Aber nicht nur die genutzten Optimierungsmodelle sind problematisch. Auch die Eingabedaten in diese Modelle sollten hinterfragt werden. Die Modelle meist vielfältige Prognosen für Renditen, Risiken und Abhängigkeiten der Anlagesegmente untereinander. Und Prognosen sind bekanntlich schwierig, vor allem wenn sie die Zukunft betreffen. Da ist es schlecht wenn man feststellen muß, dass nur kleine Änderungen der Eingabedaten oft zu großen Veränderungen der Ergebnisse führen können.

In einem gemeinsam mit damaligen Kollegen in 2010 veröffentlichten Buch (Söhnholz, D., Rieken, S., Kaiser, D. (2010): Asset Allocation, Risiko-Overlay und Managerselektion: Das Diversifikationsbuch, Gabler-Verlag) haben wir daher eine naive Allokation über 10 „Anlageklassen“ vorgeschlagen.

„Anlageklasse“ steht dabei in Anführungszeichen, weil es keine klaren Definitionen für bzw. Abgrenzungen von Anlageklassen gibt. Je nach „Experte“ kann es erhebliche Unterschiede in der Zahl von angeblichen Assetklassen geben.

Auf der Suche nach einer objektiveren und idealerweise auch robusteren Asset Allokation bin ich inzwischen bei dem Weltmarktportfolio angekommen. Das Weltmarktportfolio entspricht der aggregierten Kapitalanlage aller Anleger weltweit. Erst seit Kurzem gibt es einigermaßen verlässliche Untersuchungen zur Zusammensetzung der Weltkapitalanlage. Der Nachbau eines solchen Portfolios hat die üblichen Nachteile von sogenannten kapitalgewichteten Portfolios: „Teure“ Anlagen werden hoch gewichtet.

Das Weltmarktportfolio hat aber einen großen Vorteil gegenüber weniger diversifizierten Anlagen: Wenn weltweit Anleihen verkauft werden, sinkt zwar der Wert der Anleihen im Portfolio des Anlegers, aber dafür wird das Kapital in andere Teile des Weltmarktportfolios investiert, z.B. Aktien oder alternativen Anlagen. Damit gewinnt der Anleger typischerweise an diesen Portfoliositionen. Und anders als bei einer naiven Gleichgewichtung von Anlageklassen ist ein solches Portfolio nicht von einer subjektiven Definition und Selektion von Anlageklassen abhängig.

Bisher wird ein auf diesen Untersuchungen basierendes Weltmarktportfolio meines Wissens nur von Diversifikator öffentlich angeboten (Details siehe „Diversifikator Asset Allokation und ETF-Selektion“ auf [www.diversifikator.com](http://www.diversifikator.com)). Von Anfang 2008 bis Ende 2015 hätte das mit günstigen Indexfonds (ETFs) umgesetztes Portfolio eine Rendite von 5,4% p.a. bei einer Volatilität (Schwankung) von 8,5% ergeben (die Relation bzw. Sharpe Ratio ergibt 0,63).



Aktien weltweit hätten in der Zeit bei einer Rendite von 4,1% p.a. eine Schwankung von 20,5% (Relation 0,2) gehabt. Ein vergleichbar gewichtetes Aktien-/Anleiheportfolio hätte 5,0% Rendite bei 9,3% Schwankung (Relation 0,53) und ähnlichen maximalen Verlusten gebracht.

Mit einer „Optimierung“ hätte man sehr einfach ein Portfolio finden können, welches die gleichen ETFs wie das Weltmarktportfolio genutzt und nur anders gewichtet hätte. Dann hätte man in der Rückrechnung eine erheblich bessere Relation als die 0,63 erreichen können. Damit hätte das Portfolio aber wohl keine Rohstoffe oder Schwellenländeraktien enthalten, die sich in den letzten Monaten sehr gut entwickelt haben. Das nicht-optimierte und prognosefreie Weltmarktportfolio hat sich mit einer sehr attraktiven Rendite bei vergleichsweise geringen Risiken bisher jedenfalls sehr gut bewährt (s. [www.diversifikator.com](http://www.diversifikator.com)). Das gilt auch für die Umsetzung des Weltmarktportfolios mit nachhaltigen ETFs (ESG ETF-Portfolio).

Auch attraktive Aktienportfolios können regelbasiert-optimierungsfrei gebildet werden. So haben wir bei meinem vorherigen Arbeitgeber Aktienportfolios ab 2013 so umgestellt, dass sie auch sogenannte ESG Kriterien (Environment, Social, Governance) berücksichtigen.

Untersuchungen stellen überwiegend fest, dass Portfolios aus Aktien mit guten ESG-Bewertungen nicht schlechter und manchmal sogar besser sind als andere Portfolios. Daher spricht sehr viel dafür, verantwortungsvoll anzulegen.

ESG Spezialisten beurteilen teilweise über 100 ESG-Faktoren pro Aktie. Wir haben daher in 2013 analysiert, welchen Einfluss einzelne bzw. kombinierte dieser über einhundert ESG-Kriterien auf die Performance einzelner Aktien gehabt hätten. Unabhängigkeit des Aufsichtsrates stellte sich als wichtigstes aber einzeln trotzdem relativ unbedeutendes Kriterium heraus. Wichtiger war die Qualität der Unternehmensführung (Governance) insgesamt, während für ökologische und soziale Aspekte kaum Auswirkungen festgestellt werden konnten. Andere Untersuchungen kamen zu ähnlichen Ergebnissen.

Aufgrund von einer vorab beschränkten Zahl von Rückrechnungen mit unterschiedlichen Kriteriengewichtungen wurde bei meinem vorherigen Arbeitgeber entschieden, dass ESG-Kriterien einen Anteil von 10% an allen Aktienselektionskriterien haben sollten.

Heute nutze ich keine solchen Rückrechnungsvergleiche mehr und fokussiere auf optimierungsfreie Portfolios, die klaren und vorher festgelegten Regeln folgen. Die Regeln sind weitestgehend aus wissenschaftlichen Untersuchungen abgeleitet. Daher wird der Faktor Unternehmensführung (Governance) als besonders wichtig eingeschätzt. Es werden nur liquide Aktien ins Portfolio genommen, die zu den besten beim Governance Kriterium gehören. Die Anforderungen an soziale und ökologische Kriterien sind niedriger, indem nur die Aktien mit den schlechtesten Beurteilungen bei diesen Kriterien unberücksichtigt bleiben. Als klassisches ökonomisches Kriterium wird nur das Kriterium „maximale Verluste“ genutzt, indem die Aktien mit den höchsten Verlusten der vergangenen Analyseperiode ausgeschlossen werden (Zu Details und weiteren Begründungen siehe „Verantwortungsvolle (ESG) Portfolios: Konzept und Rückrechnungen“ auf [www.diversifikator.com](http://www.diversifikator.com)).

Die Regeln haben wir bei Diversifikator zuerst auf deutsche Aktien angewendet. Ziel war ein Portfolio zwischen 15 und 30 Aktien. Im ersten Anlauf erfüllten nur sehr wenige Aktien die



strengen Kriterien, so dass die ursprünglich geplanten scharfen ESG Anforderungen etwas gelockert werden mussten. Diese „gelockerten“ einheitlichen Kriterien wurden dann auf deutsche Aktien, globale Immobilienaktien und Infrastrukturaktien weltweit angewendet.

Die Rückrechnungen fielen gut aus im Vergleich zu traditionellen Indizes. Es wurden daher keine Varianten der Regeln getestet und es gab demnach auch keine Portfolioentscheidungen aufgrund besserer oder schlechterer Rückrechnungsergebnisse. Die so entwickelten regelbasiert-optimierungsfreien Portfolios wurden Ende 2016 gestartet und haben sich bisher sehr gut entwickelt.

Ich kann nicht beweisen, dass eine regelbasiert-optimierungsfreie Investmentphilosophie besser ist als andere Philosophien. Dazu gibt es zu wenige Produkte mit zu wenig „Track-Record“, die eine solche Philosophie nutzen. Wenn man allerdings die meisten ETFs dazu zählen würde, wäre das schon anders.

Regelbasiert-optimierungsfreie Strategien können kostengünstig umgesetzt werden und sind auch besonders gut für Onlineangebote geeignet. Man kann daher erwarten, dass sie künftig populärer werden.

Skeptiker sollten zumindest eine Diversifikation über Investmentphilosophien prüfen. Wenn man nicht weiß, welche Philosophie am besten ist, kann man über Starfondsmanager, prognosebasierte Quants und „logische“ regelbasiert-prognosefreie Ansätze sogar komplett verantwortungsvoll diversifizieren.

(Dieser Beitrag ist zuerst in ähnlicher Form im März 2017 in der Ownly-App, s. [www.ownly.de](http://www.ownly.de), der W&Z Fintech GmbH erschienen).

## ASSET ALLOKATION

### EINE WEITERE „GENERATION“ VON ASSET ALLOKATION BZW. MANAGEMENT

Als erste Generation von systematischen Asset Allokationsmethoden wird die 1-Faktor, nämlich den „Markt“ bzw. das „Beta“, und 1-Perioden Anwendung auf Basis der Portfolio-Selektion von Harry Markowitz genannt<sup>32</sup> („Markowitz-Optimierungen). Davor gab es vor allem heuristische Methoden. Als zweite Generation kann man die Erweiterung auf mehr als einen Faktor und mehr als eine Periode bezeichnen. Der nächste große konzeptionelle Schritt besteht in der Abkehr vom „homo oeconomicus“ und von Normalverteilungsannahmen. Außerdem wird die unrealistische Annahme stabiler Korrelationen zwischen Anlageklassen in Frage gestellt („dritte Generation“).

Die Einführung von Risikomaßen, die nicht auf Normalverteilungen basieren, führt zu konzeptionell besseren Risikomaßen als Schwankungsintensität bzw. Volatilität. Aber ebenso

---

<sup>32</sup> Zur Definition von Generationen s. Markus Schuller von Pantheera am 11.8.2014 in den Institutional Money News

wie für Markowitz-Optimierungen werden auch für diese sogenannte dritte Generation meist weiterhin Rendite-, Risiko und Korrelationsprognosen benötigt.

Eine wesentliche weitere Entwicklungsstufe von Asset-Allokationsmodellen ist die komplette Abkehr von Prognosen. Es besteht zunehmend Einigkeit darüber, dass Renditen besonders schwer zu prognostizieren sind. Neuere Optimierungsmodelle versuchen daher, vor allem ohne Renditeprognosen auszukommen. Viele benötigen aber noch Risiko- und Korrelationsprognosen.

Die aktuellste Generation der Asset Allokation versucht, auch ohne solche Prognosen auszukommen. Er wird auch Evidence Based Investment genannt. Optimierungen ohne Prognosen sind schwierig. Aber mit Hilfe von auf Vergangenheitsdaten aufbauenden umfassenden Simulationen und Szenarioanalysen können relativ robuste Portfolios in Bezug auf vergangene oder potentielle künftige Verluste konstruiert werden. Aus unterschiedlichen robusten Portfolios kann dann ein für den jeweiligen Investor gut geeignetes ausgesucht werde. Bei vorgegebener Risikotoleranz, gemessen als maximal tolerierter Verlust, kann dann dasjenige mit der höchsten erwarteten Rendite über mehrere Perioden selektiert werden. Die konzeptionelle Basis dafür liefert das sogenannte Kelly-Kriterium.

Diversifikator verfolgt allerdings einen anderen Ansatz, nämlich einen systematisch-prognosefreien und sogar optimierungsfeien. Diesen kann man kaum als Weiterentwicklung bestehender Ansätze sondern eher als Rückkehr zu einfacheren Wurzeln bezeichnen.

## DAS „MOST PASSIVE“ KAPITALGEWICHTETE ALL-ASSET PORTFOLIO

Passives Anlegen ist populär, daher könnte ein „most-passive“ Ansatz (also das „passivste“ Portfolio) besonders attraktiv sein. Eine vollkommen passive Kapitalanlage gibt es aber nicht. Selbst wenn nur Indexfonds bzw. ETFs genutzt werden und keine Rebalanzierungen und kein ETF-Austausch erfolgen, kann ein Start-Portfolio bzw. die Ausgangs-Asset-Allokation nicht ohne Auswahlentscheidungen umgesetzt werden. So muss entschieden werden, welche Anlagesegmente, Regionen etc. aufgenommen werden sollen und welche nicht. Wie geht man zum Beispiel mit Hedgefonds-ETFs, Faktor-ETFs, währungsgesicherten ETFs und ähnlichen Produkten um?

Da es kein eindeutiges entscheidungsfreies Startportfolio gibt, gibt es auch keine 100%ig passive Anlagemöglichkeit. Aber man kann nahe an ein vollkommen passives Portfolio herankommen. Mit dem Weltmarktportfolio (WMP) hat Diversifikator versucht, ein solches „most-passive“ Portfolio zu erstellen.

Das Weltmarktportfolio nutzt nur ETFs, also indexnachbildende und damit weitgehend passive Fonds. Das ist nichts Besonderes. Besonders ist aber die Antwort auf die Frage, wie man zum Startportfolio kommt. Das WMP versucht, den Weltanlagekapitalstock nachzubilden, also die aggregierten Anlagen aller Kapitalanleger weltweit. Wenn das vollständig gelingen würde, wäre Rebalanzierung auf die Ausgangsallokation nicht unbedingt nötig. Denn wenn es keine Kapitalzuflüsse zum oder Abflüsse aus dem weltweiten Anlagekapitalstock gäbe und das Weltmarktportfolio den Anlagekapitalstock perfekt abbilden würde, würde das „most-passive“ Portfolio sich automatisch verändern, wenn sich Anlegerverhalten ändert. Beispiel: Wenn Anleger in großem Umfang, so dass es bei der Messung des Kapitalstocks nachvollziehbar wäre, aus niedrigverzinslichen Anleihen in

Aktien umschichten würden oder aus europäischen Aktien in US Aktien, würden die niedrigverzinslichen Anleihen bzw. die europäischen Aktien an Wert verlieren und die Aktien bzw. US-Aktien im Wert steigen. Das den Kapitalanlagestock nachbildende Portfolio würde sich durch diese Wertveränderungen – ähnlich wie bei kapitalgewichteten Aktienportfolios – automatisch mit diesen Anlageverschiebungen mit entwickeln. Das most-passive Portfolio ist also eine Art kapitalgewichtetes All-Asset Portfolio.

Für die Entwicklung des most-passive Portfolios werden keinerlei Optimierungen oder Modelle benötigt<sup>33</sup>. Das ist anders als bei den meisten anderen ETF- bzw. Startportfolios. Es werden sogar weniger Annahmen genutzt als im sogenannten naiven Portfolio. Bei einem naiven Portfolio werden Anlagegelder auf alle ausgewählten Anlageklassen gleichverteilt. Es gibt aber keine anerkannte Liste von Anlageklassen, so dass subjektive Definitionen und Abgrenzungen eine Auswirkung auf die Allokation haben. So schließt ein 50/50 Aktien/Anleiheportfolio viele Anlagesegmente wie z.B. Immobilien aus. Außerdem ist unklar, auf welcher Basis die Allokation zu Aktien und die Allokation zu Anleihen innerhalb der Anlageklassen bzw. Segmente aufgeteilt werden soll. Des Weiteren werden naive Portfolios normalerweise nach bestimmten Perioden wieder auf die Ausgangsgewichtung rebalanziert und die Entscheidung über die Rebalanzierungshäufigkeit ist ebenfalls eine „aktive“ Entscheidung.

Die Qualität des most-passive Portfolios hängt davon ab, ob gute und aktuelle Daten zum globalen Anlagekapitalstock vorliegen. Außerdem müssen Entscheidungen getroffen werden, mit welchen Indizes bzw. ETFs dieser Kapitalstock nachgebildet wird. Das ist besonders für illiquide Anlagen schwierig. Aber es ist wesentlich weniger entscheidungsabhängig und damit wesentlich passiver als klassische Allokationen.

Portfolios aus ETFs könne komplett diskretionär, also unabhängig von transparenten Regeln, hergeleitet bzw. gestartet werden. ETF Portfolios können aber auch quantitativ hergeleitet werden. Bei quantitativen Herleitungen werden oft sogenannte Markowitz-Optimierungen oder daraus abgeleitete Modelle genutzt. Damit gibt es sowohl aktive Entscheidungen über das genutzte Modell als auch über die verwendeten Daten. Man braucht zumindest Prognosen für Renditen, Volatilitäten (als Risikomaß) und Abhängigkeiten zwischen den Anlageklassen. Dabei kann man auf lineare Zusammenhänge setzen oder auf nicht-lineare. Man kann einperiodische oder mehrperiodische Optimierungen vornehmen. Und die Prognosen können auf allen möglichen Vergangenheitsdaten oder auch anderen Daten wie Simulationsergebnissen basieren<sup>34</sup>. Bei der Vielzahl der Entscheidungsmöglichkeiten ist es nicht verwunderlich, dass Startallokationen von Multi-Asset-Portfolios oft stark voneinander abweichen.

## MULTI-ASSET BENCHMARKS: GIBT‘S NICHT, WILL KEINER. ODER DOCH?

Bei der Kapitalanlage geht es darum, eine gute Rendite mit einem akzeptablen Risiko zu erreichen. Was „gut“ und „akzeptabel“ ist, wird meist anhand von Benchmarks bzw. Indizes

---

<sup>33</sup> Details siehe Dokument „Diversifikator Asset Allokation und ETF-Selektion“ auf [www.diversifikator.com](http://www.diversifikator.com)

<sup>34</sup> zu unterschiedlichsten Allokation trotz gleicher Anlagesegmente und Vergangenheitsdaten siehe die beiden „Pseudo-Optimierer“ auf [www.diversifikator.com](http://www.diversifikator.com)

gemessen. Obwohl fast alle Geldanleger "Multi-Asset" Strategien verfolgen, gibt es keine anerkannten Multi-Asset Benchmarks. Das sollte sich ändern.

### **Viele Spezialindizes aber keine anerkannten Multi-Asset Indizes?**

MSCI alleine kalkuliert über 190.000 Aktienindizes<sup>35</sup>. Es gibt auch zahlreiche Indizes für Anleihen, Rohstoffe, Währungen und Anlagestrategien<sup>36,37</sup>. Auch für illiquide Anlagen gibt es Indizes, z.B. von MSCI für Immobilien. Für andere Anlagesegmente wie Infrastruktur oder Hedgefonds gibt es dagegen keine mir bekannten Indizes von anerkannten Indexanbietern.

### **Viele Multi-Asset Portfolios**

Professionelle Anleger legen zwar vor allem in Aktien und Anleihen an, aber auch in andere Anlageklassen, vor allem Immobilien. Sie brauchen eigentlich unabhängige Benchmarks. Obwohl es tausende von Multi-Asset Portfolios und Fonds gibt, scheinen Anbieter von Kapitalanlagen aber keinen großen Wert auf anerkannte bzw. unabhängige Multi-Asset Benchmarks zu legen, sonst würde es sicher einige davon geben. Woran könnte das liegen?

### **Indizes sind theoretisch sehr einfach aber praktisch nur sehr schwer zu schlagen**

Vielleicht liegt das daran, dass schon Single-Asset Benchmarks schwer zu schlagen sind. Es gibt zahlreiches Research das zeigt, dass sogenannte aktive Fonds selten ihre Benchmarks schlagen. Und den Fonds, die ihre Benchmarks in einer Periode schlagen können, gelingt das in Folgeperioden relativ selten. Hinzu kommt, dass es sehr schwer ist, vorab künftige Outperformer zu identifizieren.

Dabei müsste es relativ einfach sein, passive Benchmarks zu schlagen. Das sollte sogar mit regelbasierten Strategien möglich sein, wie zahlreiche Studien zu sogenannten Alphapotentiale von Anlagefaktoren wie Small Cap, Momentum, Low Volatilität etc. zeigen sollen. In den meisten mir bekannten Vergleichen schlagen sogar einfache Gleichgewichtungen die meist kapitalisierungsgewichteten Benchmarks<sup>38</sup>.

### **Auch 50/50 ist schwer zu schlagen**

Die meisten der mir bekannten Studien beziehen sich auf Aktienmärkte. Es könnte sein, dass Multi-Asset Benchmarks noch schwerer zu schlagen sind als Aktienbenchmarks ([andere Meinung](#)<sup>39</sup>). So wissen Praktiker, wie schwer eine 50/50 Aktien/Anleihebenchmark zu schlagen ist.

---

<sup>35</sup> <https://www.msci.com/documents/1296102/1362201/MSCI-Global-Indexes-modern-index-strategy-May-2018.pdf/32d50fc3-d03c-73d9-ba3a-d72f13dfd5eb>

<sup>36</sup> <https://www.bloomberg.com/professional/product/indices/bloomberg-barclays-indices-fact-sheets-publications/>

<sup>37</sup> <https://www.bloomberg.com/professional/product/indices/bloomberg-strategy-indices/#/>

<sup>38</sup> <http://prof-soehnholz.com/faktor-etfs-gut-fuer-anbieter-schlecht-fuer-anleger-ein-plaedoyer-fuer-gleichgewichtete-benchmarks-und-faktordiversifikation/>

<sup>39</sup> <https://www.robeco.com/de/aktuelle-analysen/2017/09/fallstricke-bei-einer-passiven-anlage-in-einer-globalen-multi-asset-benchmark.html>

Selbst Hedgefonds, die ja besonders „aktiv“ mit Derivaten, Leerverkäufen, Leverage etc. gemanagt werden können, schlagen solche einfachen Benchmarks eher selten. Das kann man z.B. prüfen, indem man einen der sehr wenigen replizierbaren Hedgefondsindizes<sup>40</sup> mit einer solchen Benchmark vergleicht.

Vielleicht werden solche gemischten Benchmarks deshalb nur sehr selten genutzt.

### **Ausnahmeinvestor Yale**

Mir ist nur ein Beispiel bekannt, das einfache Mischbenchmarks wie 30/70, 50/50 oder 70/30 über längere Perioden geschlagen hat, und das ist die Yale Universitätsstiftung (siehe dazu z.B. die Performance Analysen der Harvard und Yale Stiftungen von Absolut Research aus Hamburg).

Auch der aktuellste Report zeigt: „Over the ten-year period ending June 30, 2017, the Endowment earned an annualized 6.6% return, net of fees, placing Yale among the top 4% of colleges and universities. Over the same period, domestic stocks returned 7.3% and domestic bonds returned 4.5%<sup>41</sup>.“

### **Sehr unterschiedliche peergrouporientierte Benchmarks**

Es gibt keinen überzeugenden Grund, eine 50/50 Aktien/Anleihebenchmark zu nutzen. Ähnliches gilt für andere willkürliche Aktien/Anleihemischungen. Institutionelle Anleger haben sich daher in der Vergangenheit oft an die Vorschläge von Investmentberatern gehalten. Diese haben „pseudo-optimale“ Anlageallokationen<sup>42</sup> und/oder Mindestrenditen bestimmt bzw. berechnet, mit denen sich reale Anlageergebnisse messen konnten.

Obwohl institutionelle Anleger in den USA und Deutschland dabei teilweise dieselben Consultants genutzt haben, die mit denselben Modellen und Daten arbeiten sollten, lagen die angeblich optimalen Allokationen in den USA oft nahe bei 50/50 und in Deutschland in den letzten Jahren wohl eher bei 10/90. Das ist nicht durch unterschiedliche Regulierungen zu erklären, eher schon durch Orientierung an den „Wettbewerbern“ (Peergroups).

### **Es gibt Multi-Asset Benchmarks, aber sie werden nicht genutzt**

Seit einigen Jahren gibt es aber einigermaßen verlässliche Untersuchungen dazu, wie die Kapitalanlagen aller privaten und institutionellen Anleger weltweit zusammengestellt sind. Das kann als kapitalgewichtete Multi-Asset Benchmark aufgefasst werden (Quellen und Umsetzung siehe z.B. "Das Diversifikator Buch" im Archiv auf [www.diversifikator.com](http://www.diversifikator.com), siehe auch [hier](#)<sup>43</sup>) und es gibt inzwischen auch Benchmarkportfolios

---

<sup>40</sup> <https://www.feri.de/en/investment-management/alternative-investments/hedge-funds/>

<sup>41</sup> [https://static1.squarespace.com/static/55db7b87e4b0dca22fba2438/t/5ac5890e758d4611a98edd15/1522895146491/Yale\\_Endowment\\_17.pdf](https://static1.squarespace.com/static/55db7b87e4b0dca22fba2438/t/5ac5890e758d4611a98edd15/1522895146491/Yale_Endowment_17.pdf) Seite 22

<sup>42</sup> <http://prof-soehnholz.com/logische-und-verantwortungsvolle-statt-pseudo-optimierte-geldanlagen/>

<sup>43</sup> <https://www.robeco.com/de/aktuelle-analysen/2017/09/fallstricke-bei-einer-passiven-anlage-in-einer-globalen-multi-asset-benchmark.html>

aus ETFs dazu (siehe z.B. die Weltmarktportfolios von Diversifikator seit Anfang 2016, siehe auch [hier](#)<sup>44</sup> und [hier](#)<sup>45</sup>, oder der DE000SLA3L23 von Panthera und Solactive seit Juni 2017).

Während die Rückrechnungen von Diversifikator eine attraktive Performance zeigen (siehe „Das Diversifikator Buch“), kommen [Doeswijk/Lam/Swinkels](#)<sup>46</sup> zu schlechteren Ergebnissen. Schlechte Ergebnisse einer Benchmark müssten von aktiven Managern aber einfach zu schlagen sein und sollten daher eher zur praktischen Nutzung der Benchmark anregen.

### **Risikomanagement als Problem für Benchmarkler**

Sehr viele Multi-Asset Portfolios nutzen ein Risikomanagement. Je nachdem, wie das Risikomanagementsystem konzipiert ist, kann es zu erheblichen Änderungen in Allokationen führen. So kann ein Portfolio bei starken Risikosignalen auch zeitweise komplett abgesichert werden, so dass es sich wie eine Geldmarktanlage verhält. Ein solches Portfolio mit einer starren Allokation zu vergleichen, ist schwierig. Daher werden Multi-Asset Benchmarks von manchen Marktteilnehmer prinzipiell abgelehnt.

Man kann aber mehrere Alternativen andenken. So können z.B. Multi-Asset Hedgefonds als Benchmark für risikogemanagte traditionelle Portfolios genutzt werden. Allerdings haben Hedgefonds ganz andere Investmentmöglichkeiten als traditionelle Portfolios. Daher ist alternativ ein einfach risikogesteuertes Weltmarktportfolio als Benchmark sinnvoll. So hat sich die 200-Tagelinie langfristig zur Risikosteuerung bewährt (siehe z.B. [hier](#)<sup>47</sup>). Auf [www.diversifikator.com](http://www.diversifikator.com) findet man die Performance des Weltmarktportfolios Trend, das als risikogesteuerte Multi Asset Benchmark genutzt werden kann (siehe auch [hier](#)<sup>48</sup>).

### **Tracking Error als Problem für Risikomanager**

Problematisch wird es, wenn Multi-Asset Anleger Tracking Restriktionen nutzen. So ist mir der Fall eines großen institutionellen Anlegers bekannt, der nur eine limitierte Abweichung von seiner strategischen Asset Allokation zulassen wollte. Man konnte mit einer einfachen Rückrechnung zwar zeigen, dass eine konsequente Umsetzung eines Risikosteuerungssystems wesentlich geringere Risiken als die strategische Allokation gebracht hätte, aber trotzdem wurde an einer relativ geringen maximal erlaubten Abweichung von der strategischen Assetallokation festgehalten.

Selbst wenn Multi-Asset Benchmarks genutzt werden sollte man daher darauf achten, die Handlungsmöglichkeiten für Risikomanager nicht durch Tracking-Error Vorgaben zu begrenzen.

### **Fazit: Anleger sollten Multi-Asset Benchmarks nutzen**

---

<sup>44</sup> <http://prof-soehnholz.com/warum-sich-das-weltmarktportfolio-so-gut-entwickelt/>

<sup>45</sup> <http://prof-soehnholz.com/das-most-passive-anlageportfolio-der-welt-ist-sehr-attraktiv/>

<sup>46</sup> [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2978509%20&](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2978509%20&)

<sup>47</sup> <https://arxiv.org/abs/1404.3274>

<sup>48</sup> <http://prof-soehnholz.com/einfaches-risikomanagement-kann-erstaunlich-gut-funktionieren/>



Es gibt also nachvollziehbare Multi-Asset Benchmarks mit und ohne Risikomanagement. Auch wenn Portfolioanbieter und Berater sich mit solchen Benchmarks schwertun, sollten Anleger sie nutzen.

## DAS WELTMARKTPORTFOLIO IST EIN RENDITEPORTFOLIO

Das Weltmarktportfolio (WMP) beruht auf einer einfachen Idee: Wenn es gelingt, die aggregierten Kapitalanlagen aller Anleger weltweit („Kapitalanlage- oder Kapitalstock“) zu kopieren, kommt man zum passivsten denkbaren Portfolio. Und das hat Vorteile, denn so fallen kaum Transaktionskosten an. Und der Nachbau der aggregierten Kapitalanlagen führt auch dazu, dass man sich kaum verspekulieren kann bzw. Fehlprognosen irrelevant sind, weil das WMP ohne Prognosen auskommt. Wenn Anleger insgesamt zum Beispiel aus Aktien in Anleihen oder umgekehrt aus Anleihen in Aktien umschichten, sind zwar Verluste in dem Segment zu erwarten, das abgebaut wird, aber Gewinne in dem Anlagesegment, das aufgestockt wird.

Die Umsetzung einer most-passive Allokation ist aber nicht so einfach. So gibt es keine wirklich verlässlichen und aktuellen Messungen des Kapitalstocks und die meisten Anleger können weltweit diversifizierte illiquide Anlagen nicht einfach kopieren. Diversifikator hat sich daher auf die Umsetzung der besten bekannten Untersuchungen mit kostengünstigen Indexfonds in Form von ETFs fokussiert.

Die Rückrechnung der Ergebnisse des so konstruierten Portfolios ergibt sehr attraktive Ergebnisse. So ergab sich ohne Rebalanzierungen, die sich normalerweise vorteilhaft auswirken, von Anfang 2008 bis zum offiziellen Portfoliostart zu Anfang 2016 eine Rendite von 5,4% p.a., einen maximalen Verlust von 23%, eine Volatilität von 8,5% und somit bei einer 0-Zins Annahme eine Sharpe Ratio von 0,63. Ein Weltaktien-ETF bzw. eine durch gute Anleiherenditen in der Periode kaum schlagbare 60/40 Aktien/Anleihe ETF-Benchmark, hätte die folgenden Werte ergeben: Rendite 4,1% p.a. bzw. 4,9% p.a., Volatilität 20,5% und 10,2%, Sharpe Ratios 0,2 und 0,48, und maximale Verluste 49% und 25%. Eine Faktoranalyse des WMP hat nur für den S&P 500 mit 0,6 aber für keinen der anderen fast 50 untersuchten Faktoren eine Abhängigkeit von mehr als 0,5 ergeben<sup>49</sup>.

Um zu verstehen, wie die guten Vergangenheits- und auch die sehr gute „live“ Performance des Portfolios in 2016 zu erklären sind, wurden die dem Portfolio zu Grunde liegenden Anlagesegmente separat analysiert. Hier sind die Ergebnisse: Das einzige Anlagesegment mit einer besseren Sharpe Ratio als das Gesamtportfolio in der Analysenperiode von Januar 2008 bis Ende April 2016 ist das der Euro-Anleihen. Die Renditen dieses Segmentes liegen allerdings erheblich unter denen des Weltmarktportfolios insgesamt. Nicht-Euro Anleihen haben durch Währungseffekte die höchsten Renditen aller Einzelsegmente aber auch höhere Volatilitäten und fast so hohe Verluste wie das aggregierte Weltmarktportfolio. Die schlechteste Sharpe Ratio haben europäische Aktien. Das ist eine Folge der geringsten Renditen und der höchsten Volatilitäten im Segmentvergleich.

Europäische Aktien haben zudem sehr hohe maximale Verluste. Non-Euro Aktien hatten zwar ebenfalls hohe Verluste und Volatilitäten, aber dafür sehr gute Renditen. Die „Alternatives“

---

<sup>49</sup> die meisten der hier genannten Daten sind auf [www.diversifikator.com](http://www.diversifikator.com) zu finden



(also Immobilien-, Infrastruktur-, Rohstoff-, Private Equity und Agraraktien-ETFs) schneiden im Backtest nicht besonders gut ab, wenn man Korrelationen vernachlässigt: Sie haben die zweitschlechtesten Renditen nach den europäischen Aktien und auch hohe Volatilitäten und hohe maximale Verluste. Das ist jedoch nicht durchgängig so. In den Jahren 2009 und 2010 zeigen Alternatives besonders gute Renditen. Die Alternatives-Kennzahlen für die Jahre 2008-2010 wurden stark durch Immobilienaktien und REITs geprägt. In den anderen Jahren sind Alternatives dagegen bei den Kennzahlen meist im Mittelfeld zu finden.

Nur ein kleiner Teil der Effekte der einzelnen Segmente ist auf die Dollarkursentwicklung zurückzuführen. Der Dollar-Index stieg in der betrachteten Periode, vor allem in den Jahren 2014 und 2015, zwar um 3,2% p.a., aber er hat in 2009, 2012 und zu Anfang 2016 eine negative Entwicklung gehabt.

Fazit: Die Mischung macht es aus oder das Ganze ist mehr als die Summe seiner Teile, so wie es bei einer guten Diversifikation sein soll. Gute Portfolios kann man offenbar auch ohne Prognosen und Optimierungen bilden, oder vielleicht gilt sogar: Das Weltmarktportfolio ist besonders gut, weil keine Prognosen und Optimierungen verwendet werden. Wenn das most-passive Portfolio die Benchmark für „aktive“ Multi-Asset Manager wäre, gäbe es nur sehr wenige Manager, die diese Benchmark schlagen würden.

## GOAL-BASED INVESTING FÜHRT ZU NIEDRIGEN AKTIENQUOTEN

Goal-Based Investing (GBI) ist eine Anlagepolitik, die Anlageportfolios auf konkrete Sparziele wie Autokauf, Wohnungskauf, Urlaub etc. ausrichtet. Die renommierte Beratungsgesellschaft Deloitte und alfi, der Luxemburger Fondsverband, empfehlen: „Asset management firms and their advisors should shift to holistic, goal-based advice. Goal-based investing wird auch als typisch für und als einer von drei “crucial disruptors” von Robo-Advisors gesehen.<sup>50</sup>

Was für Auswirkungen hat GBI auf die Assetallokation? Nehmen wir ein einfaches Beispiel einer Anlegerin mit einem Startkapital, z.B. aus einer Erbschaft, von 200.000 Euro. Sie hat konkrete Pläne für einen Autokauf, ihre Hochzeit, eine große Urlaubsreise und einen Wohnungskauf. Die Wohnung soll überwiegend kreditfinanziert werden während die anderen Ziele ohne Kreditaufnahme erreicht werden sollen. Dafür werden insgesamt EUR 100.000 Eigenkapital benötigt. Die Pläne sollen in den nächsten 4 Jahren umgesetzt werden. Ein Goal-Based Ansatz in seiner Reinform würde jetzt 5 Portfolios entwickeln: Ein besonders risikoarmes Portfolio für die kurzfristigste Anschaffung, z.B. das Auto, drei weitere jeweils etwas riskantere Portfolios für die anderen geplanten Anlageziele und ein eher risikoreiches (im Sinne einer höheren Aktienquote als bei den Sparzielportfolios) für den Anlagebetrag, der noch nicht für irgendein Ziel vorgesehen ist. Das ist so ähnlich wie Target-Date Investing mit mehreren Portfolios für sehr naheliegende Target-Dates, dürfte also zu vier sehr ähnlichen Portfolios mit sehr hohen Quoten risikoarmer Anlagen und zu einem riskanteren Portfolio für die Langfristanlage führen.

Die Alternative ist die klassische Anlage in ein einziges Portfolio, welches der generellen Risikotoleranz der Anlegerin entspricht, also z.B. ein 50/50 Aktien/Anleihen Portfolio. Ein solches Portfolio hat einen erwarteten maximalen Verlust von ca. 25%, wenn man die Verluste

---

<sup>50</sup> Deloitte/alfi, How can Fintech facilitate fund distribution? June 2016, S. 10, S. 39 und S. 38

aus 2008 zugrunde legt. Wenn es sehr schlecht läuft und das Portfolio wirklich in den ersten 4 Jahren 25% an Wert verliert, bleiben – nach allen Anschaffungen – immer noch 50.000 übrig. Beim Goal-Based Investing würde die Anlegerin aber die vier anlagezielorientierten Portfolios eher konservativ mit 100% Tagesgeld für die erste Anlage und ebenfalls sehr hohen Tagesgeld- oder Anleihequoten für die weiteren drei kurzfristigen Sparziele umsetzen, um alle vier Anlageziele sicher zu erreichen. Das Restportfolio von 100.000 Euro würde wahrscheinlich 50/50 in Aktien/Anleihen angelegt werden. Insgesamt wäre die durchschnittliche Aktienquote dieser Goal-Based Portfolios wesentlich niedriger als ein „klassisches“ risikotoleranzorientiertes 50/50 Portfolio der Anlegerin.

Mir ist nicht klar, welche Vorteile Goal-Based Investing für Anleger bringt, zumindest nicht für Anleger, die über nennenswertes noch „zielfreies“ bzw. Reserve-Anlagekapital verfügen. Die Anlegerin muss sich zwar über ihre Ziele klar werden, was grundsätzlich gut ist, aber es scheint sehr aufwändig, für jedes Anlageprojekt eine eigene Risikoeinschätzung und separate Portfolios<sup>51</sup> durch bzw. für die Anlegerin erstellen zu lassen, selbst wenn das technisch einfach möglich ist. Es ist daher nicht verständlich, warum Deloitte und alfi Goal-Based Investing als „holistic“ bezeichnen. Man müsste es eher „piecemeal“ oder bruchstückhaft nennen.

Außerdem wird beim Goal-Based Investing nicht berücksichtigt, dass die Anlageziele auch dem Anlage(miss)erfolg angepasst werden können. Je nach Kapitalanlageverlauf kann das Auto teurer oder billiger werden und ähnliches gilt für die anderen Anlageziele, oder die Anschaffungen können vorgezogen oder nach hinten verlagert werden.

Robo-Advisors können Goal-Based Investing aber relativ effizient umsetzen und sich damit weiter von klassischen Beratern abheben. Daher ist es nachvollziehbar, dass Robo-Advisors von Goal-Based Investing profitieren können. Doch auch traditionelle Berater können davon profitieren, denn Goal-Based Investing hört sich gut an, scheint modern zu sein und kann daher als Differenzierung zu anderen traditionellen Beratern dienen.

Goal Based Investing hat noch einen weiteren Vorteil für Anbieter, nämlich wenn Goal-Based Investing dazu führt, dass die Meßplatten für den Erfolg von Kapitalanlagen niedriger gehängt werden. Und genau das passiert, wenn man dem Vorschlag von Deloitte und alfi folgt: „Measure performance based on achieving clients‘ goals within agreed timeframes rather than beating market benchmarks“<sup>52</sup>. So können GBI-nutzende (Robo-)Berater künftig wahrscheinlich wesentlich mehr Erfolge melden, als wenn sie sich an Marktbenchmarks messen müssten.

---

<sup>51</sup> zu den Schwierigkeiten der Bestimmung „optimaler“ Portfolios siehe z.B. die Pseudo-Optimierer auf [www.diversifikator.com](http://www.diversifikator.com)

<sup>52</sup> Deloitte/alfi 2016, S.10

## KOMPLEXE STRATEGIEN SIND GUT FÜR ANBIETER ABER SCHLECHT FÜR ANLEGER

Der sehr anerkannte quantitative Assetmanager Research Affiliates hat kürzlich ein Beitrag zur Anleger-Vorliebe für komplexe Anlagestrategien veröffentlicht<sup>53</sup>. Darin werden folgende Argumente für komplexe Strategien genannt:

- Anleger denken, dass Kapitalmärkte nur mit komplexen Anlagestrategien geschlagen werden können
- Komplexität führt zu „Performance Chasing“, weil Anbieter komplexer Strategien nach Misserfolgen schneller ausgewechselt werden als Anbieter einfacher Strategien
- „Performance Chasing“ resultiert in schlechte Anlageergebnissen, weil oft nach guten Phasen gekauft und nach schlechten Phasen verkauft wird
- Produktanbieter und Berater mögen Komplexität, weil sie damit ihre Daseinsberechtigung zeigen, denn je komplexer bzw. weniger verständlich eine Strategie ist, desto eher wird der Asset Manager bzw. Berater benötigt und desto eher unterscheidet er sich von seinen Wettbewerbern
- Anbieter und Berater mögen Komplexität, weil sie damit höhere Gebühren rechtfertigen können
- Da fast alle Anbieter komplexe Ansätze vermarkten, ist es schwer, Anleger von den Vorteilen einfacher Ansätze zu überzeugen

Wenn einfache Strategien geringe Kosten haben ist es nachvollziehbar, dass Anleger mit einfacheren Anlagestrategien offenbar bessere Anlagergebnisse erzielen als mit komplexen Ablagestrategien<sup>54</sup>.

Möglicherweise ist die Vorliebe für komplexe Strategien in Deutschland sogar noch ausgeprägter als in den USA. Darauf deutet die geringe Verbreitung von ETFs bei Privatkunden hin.

Außerdem haben deutsche Anleger zu viel Angst vor Verlusten. Dabei meine ich nicht kurzfristig orientierte Kleinanleger, die keine bzw. kaum Verluste verkraften können, sondern größere Anleger, die langfristig orientiert sein sollten. Es ist zumindest bei Researchern wohl bekannt, dass (komplexe) Garantien, sonstige Risikominderungsstrategien aller Art und eben auch (teures) aktives Portfoliomanagement Rendite kosten.

Weil diese Anleger zu viel Angst vor Verlusten bzw. Krisen haben, selbst wenn sie nur temporärer Art sind, und weil sie denken, das einfache passive Anlagelösungen sie nicht ausreichend vor Verlusten schützen, geben sie sehr viel Geld für Research, Beratung, aktives Fondsmanagement und indirekt auch für das Marketing von (komplexen) Fonds aus.

Werden Robo-Advisors mit ihren meist eher einfachen Strategien<sup>55</sup> keine Chance gegen Anbieter komplexer aktiver Fonds haben? Werden Anbieter von einfachen Robo-Strategien

---

<sup>53</sup> Jason Hsu und John West: The confounding bias for investment complexity, in Research Affiliates Fundamentals, Jan. 2016

<sup>54</sup> Hsu/West 2016, S. 4

<sup>55</sup> Frühe Kritik siehe Elisabeth Kashner im ETF.com Analyst Blog am 22.8.2014

wie stabilen Allokationen zu Aktien/Anleihen Nachteile gegenüber solchen von komplexen Strategien haben? In 2016 war jedenfalls Scalable mit einer relativ komplexen Anlagestrategie erfolgreicher als Easyfolio mit seiner sehr einfachen Strategie.

Die Portfolios von Diversifikator sind sehr einfach und werden sogar „most passive“ genannt. Wir wurden schon oft gefragt, warum Anleger überhaupt für so einfache Portfolios bezahlen sollten. Unsere Antwort: Wir haben wenig Aufwand mit der Entwicklung von Portfolios, weil wir aufgrund von intensiven Researchauswertungen genau wissen, was wir wollen und weil wir nur wenige Daten einkaufen müssen. Wir benötigen auch keine komplexen Modelle, müssen keine aufwändigen Backtests erstellen und brauchen daher auch keine aufwändige Software bzw. EDV-Ausstattung. Der Aufwand besteht vor allem darin, aus dem sehr umfangreichen Research einfache Regeln abzuleiten und dann Berater und Anleger von dem einfachen Ansatz zu überzeugen.

Ich habe bisher keines der Portfolios irgendwo anders in ähnlicher Form gesehen, obwohl die Portfolios einfach sind oder vielleicht sogar weil die Portfolios so einfach sind. Und für das einfache Apple-Design zahlt man ja auch mehr als für komplexe Designs.

## HOHE ANFORDERUNGEN AN GUTE ASSET-ALLOKATIONEN VON (ROBO-) PORTFOLIOS

Banken, Vermögensverwalter, Vermittler, Asset Manager und Versicherungen müssen sich mit Robo-Advisors beschäftigen. Einerseits sind sie Konkurrenz, andererseits bieten sie auch Chancen, da man selbst zum Robo-Advice Anbieter werden kann. Neben der Technik und dem Design bzw. der User Experience sollte man sich auch fragen, wie das ideale Anlageportfolio eines Robo-Advisors ausgestaltet sein sollte.

Robo-Advisors wollen eine weitgehend automatische Geldanlage bieten. Ihre Portfolios sollten für möglichst viele Anleger attraktiv sein. Attraktiv heißt, dass man Anleger einfach von ihnen überzeugen kann. Dazu ist in der Regel nötig, dass eine besonders gute Performance zu erwarten ist. Man kann Anleger am einfachsten von guten Renditen überzeugen, wenn das Portfolio in der Vergangenheit gute Renditen gebracht hat. Robo-Advisors haben aber meist keine lange Historie und damit auch keine Track-Records. Ein anderes Problem ist, dass gut rentierende Portfolios der Vergangenheit oft keine gute Rendite in der Zukunft einbringen. Erfahrene Anleger wissen das, unerfahrene nicht.

Alternativ können Robos Portfolios anbieten, welche besonders gute Relationen von Rendite zu Risiko haben, die oft als Sharpe Ratio gemessen werden. Portfolios mit niedrigerem Risiko in der Vergangenheit zeigen auch in der Zukunft oft niedrigere Risiken. Rendite bleibt aber weiterhin kaum prognostizierbar. Erfahrene Anleger wissen das, unerfahrene nicht.

Wenn man keinen langen und erfolgreichen eigenen Track Record hat, kann man fremde Portfolios anbieten. Einige wenige Robo-Advisors bieten klassische, sogenannte aktive Fonds an oder verweisen auf die – angeblich – gute Track Records der traditionellen Anbieter, die hinter ihnen stehen. Die meisten Robo-Advisors setzen allerdings auf kostengünstige ETFs und Multi-Asset Lösungen. Es gibt aber keine mir bekannten langjährig erfolgreichen Multi-Asset ETFs.

Man kann aber versuchen, erfolgreiche Anlageportfolios mit ETFs nachzubilden. Das ist aber nicht so einfach. So gilt das Portfolio der Yale Universität seit vielen Jahren als sehr gut. Es weist allerdings sehr hohe Quoten von illiquiden Anlagen und sehr aktiven Hedgefonds auf. Selbst große und erfahrene Anleger können und wollen normalerweise keine solche Allokation umsetzen. Auch das Portfolio von Warren Buffet ist nicht einfach nachbaubar, wie viele vergebliche Versuche weltweit zeigen. Generell sind sogenannte aktive Portfolios schlecht nachbaubar, weil aktive Entscheidungen der Vergangenheit meist nicht in eindeutige Anlageregeln für die Zukunft übertragen werden können.

In der Vergangenheit hat man unerfahrenen Anlegern vor allem gute Vergangenheitsperformance verkauft. Fonds mit einer Performance, die lange Zeiten von Benchmark-Outperformance haben, sind aber selten. Traditionelle Anbieter haben daher oft viele Produkte im Angebot, von denen nur die besten überleben und dann entsprechend vermarktet werden. Ähnliches gilt für die Strategien individueller Vermögensverwalter.

Dieses Vorgehen ist für Robo-Advisors aber kaum zu kopieren, denn Robo-Advisors bieten meist nur sehr wenige Produkte an und das in der Regel öffentlich nachvollziehbar. Traditionelle und soziale Medien und Verbraucherschützer werden eine schlechte Performance von Robo-Advisors wohl nicht lange unkritisch tolerieren.

Robo-Advisors können auch versuchen, Anleger mit besonders guten Kapitalanlagemodellen zu überzeugen. „Wissenschaftlich basiert“ und am besten noch „von einem Nobelpreisträger erfunden“ hört sich besonders gut an. Erfahrene Anleger wissen, dass der Nobelpreisträgerverwöhnte Hedgefonds LTCM kein gutes Erfolgsbeispiel ist. Unerfahrene Anleger wissen das nicht.

Erfahrene Anleger wissen, dass Markowitz für seine eigenen Kapitalanlagen offenbar gleichgewichtete und nicht optimierte Portfolios nutzte. Sehr erfahrene Anleger wissen auch, wie sensibel Markowitz-Optimierungen sein können<sup>56</sup>. Kleine Änderungen in den Annahmen können zu starken Änderungen in den „optimalen“ Allokationen führen.

Um die Ergebnisse der Optimierungen nachvollziehen zu können, müsste man zu jedem Zeitpunkt wissen, welche Daten/Prognosen genutzt werden und wie die Optimierungsmodelle genau funktionieren. Bei vielen Robo-Advisors weiß man das nicht und man weiß auch nicht genau, warum und welche Eingaben zu bestimmten Risikoprofilen führen und warum welche Portfolios für diese Risikoprofile am besten geeignet sein sollen.

Regelbasierte Ansätze können regulatorische bzw. Complianceanforderungen aber nur besser erfüllen als diskretionäre, wenn die Regeln nachvollziehbar sind. Wenn man zudem auf Prognosen verzichtet und sich nur auf Vergangenheitsdaten stützt, sind solche Anforderungen noch einfacher zu erfüllen.

Wenn man nicht an Outperformance von aktiven Portfoliomanagern bzw. pseudo-optimierten Portfolios glaubt, kann man auf ein möglichst einfaches Portfolio ausweichen. Von Ratgebern wird für Langfristanleger oft 100% Anlage in einen MSCI Welt ETF empfohlen. Das ist aber eine sehr riskante einseitige Strategie und dafür braucht man keinen Robo-Advisor.

---

<sup>56</sup> Siehe „Pseudo-Optimierer auf [www.diversifikator.com](http://www.diversifikator.com)

Portfolios mit starren Allokationen wie 50/50 zu Aktien und Anleihen wie Easyfolio sind durch ihre Einfachheit und Transparenz besonders Robo-geeignet. Dass bei solchen Strategien meist nur einmal jährliche anfallende Rebalancing kann man gut erklären, denn dabei fallen nur geringe Kosten an und häufigeres Rebalancing bringt selten Performancevorteile<sup>57</sup>. Allerdings kann man erfahrenen Anlegern nicht überzeugend erklären, warum nur Allokationen zu zwei Anlageklassen erfolgen. Man kann auch nicht überzeugend erklären, warum eine hohe Allokation zu Anleihen besonders risikoarm sein soll.

Der sogenannte Weltfonds ARERO verfolgt einen anderen Ansatz, indem man sich auf eine gute Allokation in der Vergangenheit bezieht und zwar nicht nur in einer zufällig guten Periode sondern in mehreren Perioden. Dazu werden neben Aktien und europäischen Anleihen auch Rohstoffderivate genutzt. Wenn man aber ein echtes Multi-Asset Portfolio haben möchte, muss man breiter diversifizieren.

Asset-Manager, vor allem ETF Anbieter, setzen seit einiger Zeit auf Smart-Beta bzw. Faktorprodukte. Dabei werden entweder Produkte mit besonders „guten“ Faktoren angeboten oder neuerdings auf Multi-Faktor Portfolios gesetzt. Allerdings sind Faktorperformances relativ stark von den analysierten Zeitperioden abhängig. Small Cap hat zum Beispiel ebenso wie Value lange Jahre nicht sehr gut performt. Und ob Multi-Faktor Portfolios besser als Multi-Asset Portfolios sind, ist noch zu zeigen<sup>58</sup>.

Das Weltmarktportfolio von Diversifikator versucht das aktuelle Weltanlagekapital über alle Anlageklassen abbilden. Dazu ist nur erforderlich zu wissen oder zu schätzen, wie alle Anleger aggregiert ihr Kapital angelegt haben. Das Portfolio wird im Idealfall, nämlich wenn das Portfolio die Kapitalisierung gut abbildet, auch nicht mehr umgeschichtet. Das ist der Fall, weil das Portfolio sich automatisch mit den Anlagen weiterentwickelt. Wenn Anleger Kapital aus Aktien abziehen und in Alternatives anlegen, sinken ceteris paribus die Aktienkurse und die Preise für Alternatives steigen und darüber ändern sich entsprechend auch die Allokationen im Weltmarktportfolio.

Diversifikator spricht daher auch vom most-passive Portfolio. Dadurch ist das Portfolio auch als Multi-Asset Benchmark geeignet. Bisher gibt es meines Wissens keine vergleichbare öffentliche Benchmark.

Individualisierungen werden über Cashbeimischungen erreicht. Anleger, die keine Anleihen mögen oder durchgehend „verantwortungsvoll“ anlegen wollen, können entsprechende Variationen des Weltmarktportfolios kaufen.

Robo-Advisors wollen sich außerdem durch günstige Kosten von anderen Anbietern abheben. Ein ideales Robo-Portfolio sollte daher mit kostengünstigen Indexfonds umsetzbar sein. Robo-Advisors wollen meist auch Kunden mit geringen Anlagebeträgen bedienen. Vor allem für Sparpläne sind geringe Handelskosten besonders wichtig.

---

<sup>57</sup> Siehe z.B. Rebalanzierungsrechner auf [www.diversifikator.com](http://www.diversifikator.com) und dort angegebene Literatur

<sup>58</sup> s. auch <http://prof-soehnholz.com/faktor-etfs-gut-fuer-anbieter-schlecht-fuer-anleger-ein-plaedoyer-fuer-gleichgewichtete-benchmarks-und-faktordiversifikation/>



Fazit: Wenn man einen Robo-Advisor für Anleger mit attraktivem Vermögen oder Einkommen konzipiert, sollte man den Anforderungen erfahrener Anlegern entsprechen. Wenn man ein Hybrid-Modell verfolgt, bei dem Berater durch Robo-Advice unterstützt werden, sollte man Portfolios anbieten, die kritischen Analysen erfahrener Berater standhalten, damit diese die Robo-Unterstützung auch nutzen. Neben überzeugenden Anlagekonzepten sollten Robo-Advisors genug Transparenz und günstige Konditionen bieten. Andernfalls laufen sie Gefahr, künftig von (sozialen) Medien und Verbraucherschützern kritisiert zu werden.

In der folgenden Tabelle werden verschiedene Portfolio-Optionen für Robo-Advisors grob miteinander verglichen:

Portfoliobasis	Regelbasiert	Erklärbarkeit	Transparenz	Underlying- und Handelskosten	Variationen/Differenzierungen möglich?
<b>Beste echte Vergangenheitsperformance (aktive Fonds)</b>	Nein	Ja: Bester Fonds (welche Periode/Kennzahl?)	Nein	Aktive Fonds	Ja (je nach Anlagesegment)
<b>Beste Rückrechnung (Evidence Based wie Smart Beta)</b>	Ja	Nein: Multi-Asset (welche Periode/Kennzahl?)	Ja	Einzeltitle oder ETFs aber Tradingkosten	Nein (Evidence sollte eindeutig sein)
<b>Prognosebasierte Optimierung</b>	Ja	Nein: Viele Annahmen, komplexe Modelle, t.w. viele Simulationen	Nein	ETFs aber Tradingkosten	Nein (nur ein „optimales“ Ergebnis)
<b>100% MSCI Welt</b>	Ja	Ja: Beste Anlageklasse	Ja	Gering	Nein
<b>Fixe Allokationen (70/30, 50/50 etc.)</b>	Ja	Mittel: Anleihen risikoarm? Mix erklärbar?	Ja	Gering	Nein (außer Risikoklasse)
<b>Weltmarktportfolio (s. Diversifikator)</b>	Ja	Ja: Most passive, aber Messung und illiquide Anlagen schwierig	Ja	Gering	Ja (Themenbasiert s. <a href="http://www.diversifikator.com">http://www.diversifikator.com</a> )

## ROBO-ADVISORS SIND NICHT UNBEDINGT BESSER ALS TRADITIONELLE PORTFOLIOMANAGER

Robo-Advisors versprechen besonders gute, günstige und transparente Kapitalanlagelösungen. Aber können sie das auch wirklich liefern?

Unstrittig ist, dass Robo-Advisors meist niedrigere Gebühren haben als traditionelle Anbieter. Positiv ist außerdem, dass Robo-Advisors einen „Anlageirrtum“ vieler traditioneller Anbieter vermeiden, indem sie auf kostengünstige passive ETFs statt auf meist teure sogenannte aktive Fonds setzen. Unabhängig von der Diskussion, wie aktiv „aktive“ Fondsmanager wirklich sind<sup>59</sup>, ist die Selektion künftiger Index-Outperformer außerordentlich schwierig<sup>60</sup>.

Einige Robo-Advisors, vor allem die, die mit passiven Asset Allokationen wie 50/50 Aktien/Anleihen arbeiten, haben außerdem auch niedrige Handelskosten und sind sehr transparent. Das sind gute Voraussetzungen, um durch niedrigere Kosten höhere Renditen als traditionelle Anbieter erreichen zu können.

Die meisten Robo-Advisors arbeiten aber nicht mit einfachen starren Allokationen sondern mit Algorithmen für Asset Allokationen. Es ist vorab nur schwer vorhersehbar, wie viele Transaktionen ausgeführt werden und wie hohe Transaktionskosten anfallen werden. Besonders für geringe Anlagesummen können Transaktionskosten aber viel Rendite kosten.

Allerdings bestimmen meist die Asset-Allokationen, welche Anlageergebnisse erreicht werden. An den Allokations-Algorithmen gibt es vor allem zwei Kritikpunkte: Erstens wird befürchtet, dass die Algorithmen zu sehr ähnlichen Handelsentscheidungen kommen und sie so negative Trends verstärken können. Da Robo-Advisors selbst in den USA auch aggregiert noch sehr klein sind und auf längere Sicht auch bleiben werden, ist dieses Risiko allerdings sehr gering.

Der zweite Kritikpunkt betrifft die Qualität der Algorithmen<sup>61</sup>. Viele Robo-Advisors berufen sich auf den Nobelpreisträger Markowitz. Aber sogenannte Markowitz Optimierungen können je nach Input und Ausgestaltung zu höchst unterschiedlichen Allokationen führen<sup>62</sup>. Vergleichbares gilt für andere, etwas anspruchsvollere Algorithmen. Diese von einigen teilweise „Robo-Advisors der zweiten Generation“ genannten Anbieter verzichten z.B. auf die besonders schwierigen Renditeprognosen. Sie müssen aber immer noch Risiko- und Abhängigkeits- (Korrelations-)prognosen nutzen. Auch die Verwendung von Risikomaßen wie (Conditional) Value at Risk (VaR oder CVaR) hilft nicht viel weiter, weil weiterhin vielfältige Prognosen erforderlich sind. Außerdem bedeutet eine Sicherheit von 95% nur, dass in 5% der Fälle Verluste eintreten können, die sehr hoch sein können. Ergebnissimulationen können zudem viele mögliche Allokationsergebnisse aufzeigen.

---

<sup>59</sup> siehe Stichwort „closet indexer“ bzw. Kennzahl „active Share

<sup>60</sup> Tom Jenkinson, Howard Jones, Jose Vicente Martinez, Picking Winners? Investment Consultants' Recommendations of Fund Managers, in Journal of Finance, Sept. 2016

<sup>61</sup> siehe z.B. Befragung des CFA Institutes: „46% think flaws in automated financial advice algorithms could be the biggest risk“

<sup>62</sup> siehe dazu z.B. das Tool „Pseudo-Optimierer“ auf [www.diversifikator.com](http://www.diversifikator.com)

Daher ist Kritik von Anlageexperten berechtigt, die vor dem Risiko schlechter oder falscher Modelle warnen. Allerdings ist das keine Besonderheit von Robo-Advisors. Auch traditionelle Berater bzw. Vermögensverwalter können „falsche“ Modelle nutzen.

Die Transparenz für Kunden traditioneller Anbieter ist auch in den USA derzeit noch begrenzt: Nur 13% der US Vermögensverwalter bieten Anlegern bisher Portfolio-Simulationstools an. Auch bei Robo-Advisors sind solche Simulationstools bisher nicht allzu häufig zu finden. Vielleicht befürchtet man, dass damit klar wird, wie sensibel die meisten Allokationsmodelle auf kleine Inputänderungen reagieren. Allerdings soll sich das in den nächsten zwei Jahren aber auf ca. 40 bis 45% aller Vermögensverwalter erhöhen<sup>63</sup>.

Dabei muss man zwischen zwei Arten von Simulationen unterscheiden. Im ersten Fall werden nur unterschiedliche Allokationen von Anlagen getestet, also z.B. 30/70 versus 70/30 Aktien/Anleihequoten. In dem Fall bleiben die Prognosen für die Renditen, Risiken und Korrelationen der Anlageklassen gleich. Im zweiten Fall können auch unterschiedliche Renditen, Risiken und/oder Korrelationen genutzt werden.

Anders als viele traditionelle Berater legen die meisten Robo-Advisors zumindest mehr oder weniger detailliert offen, wie sie grundsätzlich funktionieren. Da die meisten von ihnen regelbasiert arbeiten und nicht von kurzfristigen Entscheidungen einzelner Portfoliomanager oder Komitees abhängen, ist es hilfreich, diese Regelwerke zu kennen. Ohne Portfolio-Simulationstools ist es aber schwer, Alternativen zu prüfen. Und je mehr Annahmen bzw. Prognosen in die Modelle eingehen, desto schwieriger ist es vorherzusehen, zu welchen Allokationen diese Modelle in der Zukunft kommen werden. Eine „Transparenz nach Vorne“ ist damit auch bei den meisten Robo-Advisors heute kaum gegeben.

Zusammenfassend kann man daher feststellen: Robo-Advisors können Kosten senken und sie können die Kapitalanlage durch die Abkehr von der oft vergeblichen Suche nach „Outperformern“ verbessern. Damit sollten Robo-Advisors grundsätzlich bessere Renditen erreichen können als traditionelle Anbieter, obwohl sie nicht unbedingt die besseren Allokationsmodelle haben. Robo-Advisors sind auch keine Gefahr für die Kapitalmärkte. Aber die meisten Robo-Advisors schaffen nicht unbedingt viel mehr „Transparenz nach Vorne“ für Anleger als traditionelle Anbieter.

## EINFACHES RISIKOMANAGEMENT KANN ERSTAUNLICH GUT FUNKTIONIEREN

Ein angeblich fehlendes Risikomanagement war bisher der Hauptkritikpunkt von Anlageberatern an den Portfolios von Diversifikator. Diversifikator bietet bisher nur besonders passive und damit einfache Portfolios an, für die nicht einmal ein regelmäßiges Rebalancing zwingend vorgesehen ist. Diversifikator verfolgt ein B2B(&C) Konzept und Beratern fällt es offenbar schwer, „zu einfache“ Portfolios anzubieten. Dabei ist die bisherige „echte“ Performance der Portfolios sogar noch besser als die bereits sehr guten Rückrechnungen.

Außerdem sind die meisten bisher angebotenen Portfolios sehr stark diversifiziert, was auch künftig zu einem geringeren Risiko als bei konzentrierten Portfolios führen sollte. Allerdings ist die primäre Motivation für die hohe Diversifikation der Portfolios nicht die Risikosenkung.

---

<sup>63</sup> S. Strategy&: 2016 Wealth Management Trends

Die Portfolios sind in erster Linie so diversifiziert, um an möglichst vielen potentiellen Renditequellen partizipieren zu können. Die Risikosenkung soll durch individuell unterschiedliche Anteile von Cash zu den Portfolios erreicht werden.

Das ist manchen Beratern zu wenig Risikomanagement. Sie meinen, wenn Anleger schon für die Nutzung von Musterportfolios bezahlen müssen, dann sollte diese auch risikogemanagt werden. Diese Kritik war absehbar. Es wurde daher sehr frühzeitig damit begonnen, sich über zusätzliches Risikomanagement Gedanken zu machen. Die Grundüberlegungen dazu wurden auch frühzeitig online dokumentiert und man hat sich auf wenige zu testende Risikomodelle festgelegt, denn es sollte kein sogenanntes Data-Mining erfolgen. Data Mining besagt, dass man sehr viele Ansätze testen kann und irgendwelche davon aller Wahrscheinlichkeit nach gut funktionieren werden. Anders herum: Je weniger Ansätze man testet, desto höher ist die Wahrscheinlichkeit, dass diese nicht funktionieren.

Dabei muss Beratern und Anlegern klar sein: Gutes Risikomanagement führt zu Anlagen mit geringerem Risiko aber damit typischerweise auch zu weniger Rendite, d.h. entgangene Renditen sind Opportunitätskosten des Risikomanagements. Besonders für Langfristanleger ist Risikomanagement nicht unbedingt nötig, wenn man davon ausgeht, dass Kapitalanlagen langfristig an Wert gewinnen. Theoretisch ist das den meisten Beratern und informierten Anlegern auch klar.

Aber in den letzten Jahren gab es mindestens eine inzwischen populäre Gegenindikation zu der erwarteten Rendite-Risikorelation: Portfolios aus Aktien mit geringen Schwankungen haben oftmals höhere Renditen als solche mit höheren Schwankungen gebracht. Dafür gibt es verhaltenswissenschaftliche Erklärungen. Danach suchen Anleger, die in Aktien investieren, besonders hohe Renditen, um lotterartige Gewinne erreichen zu können. Auch professionelle Portfoliomanager möchten ihre Benchmarks schlagen und greifen daher gerne zu Aktien mit relativ hohen Risiken mit der Erwartung, die Benchmarks so eher schlagen zu können. Konsequenz: Aktien mit hohen Risiken sind teuer und rentieren damit nicht mehr so gut wie erwartet. Inzwischen gelten aber Aktien mit geringen Volatilitäten als teuer. Wir nehmen daher an, dass die klassische Theorie weiter gilt und niedrigere Risiken auch zu niedrigeren Renditen führen.

Die Anforderungen an ein gutes Risikomanagement sind dann relativ klar: Das Risiko der Portfolios soll sinken, ohne dass die Rendite zu stark zurückgeht. Man benötigt also eine Rendite-Risiko-Relationskennzahl. Das ist meist die Sharpe Ratio. Konzeptionell ist das nicht überzeugend, denn Risiko wird dabei als Schwankung von Portfolios gemessen und nicht als Verlust. Statistisch liefert die Sharpe Ratio jedoch ähnliche Ergebnisse wie komplexere Kennzahlen, die Verluste und teilweise auch Nicht-Normalverteilungen benutzen<sup>64</sup>.

Ziel eines guten Risikomanagements sollte es daher sein, eine vergleichbare Sharpe Ratio wie nicht-risikogemanagte Portfolio zu erreichen. Dabei spielen Kosten eine wesentliche Rolle. So führen häufige Risikosignale zu häufigen Transaktionen, die mit Kosten verbunden sind. Eine weitere Anforderung an ein gutes Risikomanagement sind daher relativ geringe Implementierungskosten bzw. wenig Handel. Das gilt vor allem für Portfolios mit geringen Anlagevolumina, bei denen sich Handelskosten stärker auswirken als bei hohen Anlagevolumina.

---

<sup>64</sup> siehe dazu z.B. das interessante Research von Prof. Schuhmacher von der Uni Leipzig

Eine weitere Anforderung war die Umsetzung des Risikomanagements nur mit Hilfe von Basisinstrumenten, d.h. z.B. nur mit Verkäufen/Käufen der genutzten ETFs und nicht mit Derivaten. Der Hauptgrund hierfür ist, dass auch Anleger bzw. Berater ohne Erfahrung mit Derivaten oder mit einer Abneigung gegenüber Derivaten das Risikomanagement selbständig umsetzen können sollen. Ein zweiter Grund sind fehlende standardisierte Derivate für große Teile der Diversifikator Portfolios: Für die meisten alternativen Aktien bzw. ESG- und islamische ETFs stehen keine adäquaten Futures zur Absicherung zur Verfügung.

Aus Tätigkeiten bei früheren Arbeitgebern habe ich einige Erfahrung mit Risikomanagement gesammelt. Die Analyse von Hedgefonds aber auch die Arbeiten an dem Buch „Asset Allokation, Risiko-Overlay und Manager-Selektion“<sup>65</sup> haben mich sehr skeptisch in Bezug auf komplexe Risikomanagementansätze gemacht. In 2012 hat mein Test eines eigenen relativ einfachen Ansatzes auf Basis von Volatilitätsveränderungen aber kein robustes Modell und keine überzeugenden Ergebnisse gebracht.<sup>66</sup>

Eine der weiteren Anforderungen an ein Risikomanagement für Diversifikator Portfolios war daher: Es sollte ein Ansatz verwendet werden, der etabliert und vielfach getestet ist. Vor allem sollte Data Mining verhindert werden. Wir haben daher nur drei populäre und möglichst einfache Ansätze getestet.

- 1) Einen Trendfolgeansatz, der sich seit sehr vielen Jahren grundsätzlich bewährt haben<sup>67</sup>. Dabei haben wir nur die besonders populäre 200-Tagelinie getestet.
- 2) Den MACD (Moving Average Convergence/Divergence) weekly, der in der Praxis ebenfalls oft verwendet wird.
- 3) Den Ansatz von Mebane Faber<sup>68</sup>, der besonders in den USA populär ist und der ebenfalls unsere Anforderungen an Einfachheit und Transparenz erfüllt.

Diese Ansätze wurden zunächst für 6 unsere 7 sehr unterschiedlichen Portfolios getestet, für die wir aussagekräftige Rückrechnungsdaten inklusive der Finanzkrise 2008 zur Verfügung hatten. Unser selbst gestellten Anforderungen waren: Der Ansatz sollte für möglichst viele der Portfolios und für möglichst viele Jahre zu „guten“ Resultaten führen. Gut heißt dabei: Attraktive Renditen bei niedrigeren Volatilitäten bzw. geringen zwischenzeitlichen Verlusten im Vergleich zu den Portfolios ohne Risikomanagement und insgesamt attraktive Sharpe Ratios.

Alle drei Ansätze können die Risiken aller Portfolios in der betrachteten Periode 2008 bis Mitte 2016 sehr gut reduzieren. Aber nur die 200-Tagelinie erfüllt unsere Anforderungen in Bezug auf attraktive Renditen bzw. Sharpe Ratios.

Um die Robustheit des 200-Tage-Ansatzes zu prüfen, haben wir auch 195 und 205 Tagelinien getestet. Das ist wichtig, denn es ist bekannt, dass Aktienmarktperformance von nur wenigen

---

<sup>65</sup> Söhnholz, Dirk; Rieken, Sascha; Kaiser, Dieter: Asset Allocation, Risiko-Overlay und Managerselektion, 2010

<sup>66</sup> Söhnholz, Dirk: Renditeorientierte Diversifikation 2.0 und Risiko-Overlays: Prognosefreie systematische Umsetzung, Arbeitspapier 2012

<sup>67</sup> s. Lempérière/Deremble/Saeger/Potters/Bouchaud: Two Centuries of Trend Following und dort zitierte Literatur, 2014

<sup>68</sup> S. [www.mebfaber.com](http://www.mebfaber.com).



Tagen geprägt wird. Wir haben in einem weiteren Schritt drei Variationen der 200-Tage-Trendfolge miteinander verglichen. Ziel war es, die Robustheit zu prüfen und die Umsetzungskosten möglichst weiter zu reduzieren. Ergebnis: Alle getesteten Variationen der 200-Tagelinie bringen für alle Diversifikator Portfolios wesentlich geringere Backtest-Verluste im Krisenjahr 2008, führen aber in guten Aktienjahren zu schlechterer Performance als ohne Risikosteuerung. Alle Ergebnisse der Tests sind detailliert dokumentiert und können bei Diversifikator angefordert werden bzw. künftig auch online zur Verfügung gestellt.

Anleger, die eine solche Underperformance in Kauf nehmen, können die Diversifikator Portfolios ab 2017 auch inklusive Risikosteuerung mit der 200-Tagelinie erhalten. Das ist aber zunächst auf Angebote über die mit uns kooperierenden Banken, Vermögensverwalter und unabhängigen Berater beschränkt.

## IMMOBILIENAKTIEN UND REITs WERDEN ZU UNRECHT VERNACHLÄSSIGT

Immobilienaktien? Damit verband man in der Vergangenheit keine guten Nachrichten, wenn man an IVG, oder Immofinanz und Meinl denkt. REITs, also Real Estate Investment Trusts, sind in Deutschland bis vor kurzem auch nicht populär gewesen. Und in der Krise 2008 haben Immobilienaktien besonders stark verloren. Das sagen viele Aktienspezialisten, wenn man sie zu dem Thema anspricht. Und Immobilienprofis halten von solchen Aktien oder auch REITs meist auch nicht besonders viel, denn das sind ja Aktien und keine physischen Immobilien. Resultat: Es gibt nur noch ganz wenige in Deutschland aktiv angebotene und erst recht hier gemanagte Immobilienaktienfonds.

Man kann darüber streiten, ob jetzt ein guter Zeitpunkt für den Einstieg in Immobilienmärkte ist. Auch dafür gilt: Prognosen sind schwierig, besonders wenn sie die Zukunft betreffen (unbekannter Verfasser). Die Frage ist eher, wie man seine Immobilienallokation am besten ausbauen kann, wenn man das denn möchte. Börsennotierte Immobilienaktien bzw. REITs haben einige Vorteile: Sie sind täglich liquide, sie sind in sich diversifiziert, da börsennotierte Immobilienunternehmen in unterschiedliche Immobilien investieren, und man kann mit kleinen Summen einsteigen. REITs haben zusätzlich den Vorteil, dass sie steuerbefreit sind, dafür aber praktisch alle Gewinne ausschütten müssen, was aus Anlegersicht ebenfalls attraktiv sein kann.

Sind Immobilienaktien aber wirklich ein effizienter Zugang zur Anlageklasse Immobilien oder nur branchenspezifische Aktien? Finanztechnisch ist die Korrelation mit bzw. das Beta zu breiten Aktienindizes zwar nennenswert aber nicht sehr hoch. Von Immobilien erwartet man aber geringe Schwankunganfälligkeit (Volatilitäten) und geringe Verluste. Damit können Immobilienaktien meist nicht dienen. Sie sind also anders als typische deutsche Immobilieninvestments. Internationale Immobilien zeichnen sich allerdings oft durch höhere Schwankungen und Verlustrisiken aber auch höhere Gewinnchancen als deutsche Immobilien aus.

Eine detaillierte Studie von renommierten Forschern<sup>69</sup> hat – anders als andere Studien vorher - Äpfel mit Äpfeln verglichen: Direkte Büro- und Wohnungsinvestments in den USA und Großbritannien mit vergleichbaren REITs. Resultat: Zumindest mittelfristig gibt es große

---

<sup>69</sup> Hoesli/Oikarinen vom Swiss Finance Institute siehe [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2348591](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2348591)

Ähnlichkeiten bei den Risiken zwischen Direktinvestments und REITs. REITs haben aber tendenziell bessere Renditen. Auch dafür gibt es eine mögliche Erklärung: REITs können sich sehr effizient refinanzieren. Dadurch sind sie sehr flexibel. Sie stehen auch unter ständiger Beobachtung von Analysten. Das führt tendenziell dazu, dass sie über besonders gute Immobilienportfolios verfügen.

Fazit: Internationale Immobilienaktien und REITs können ein sehr interessanter Zugang zu Immobilien sein.

## IMMOBILIEN AUCH LONG/SHORT, MIT OVERLAYS UND NACH ESG-KRITERIEN

Immobilien gelten als besonders sichere Anlageklasse. Sichere Anlagen erzielen normalerweise nur moderate Renditen. In den letzten Jahren konnte man mit Immobilien aber viel Geld verdienen. Immobilien gelten auch als gute Diversifikatoren für Anlageportfolios. Wie man in der letzten Finanzkrise feststellen konnte, sind Immobilien aber nicht immer besonders sicher und auch nicht immer gute Diversifikatoren.

### **Viele Investmentmöglichkeiten, auch Long/Short oder mit Overlay**

Es gibt sehr viele Anlagemöglichkeiten in Bezug auf Immobilien: Direkte Immobilienanlagen, Immobilienaktien und Real Estate Investment Trusts (REITs), Exchange Traded Fonds (ETFs), offene und geschlossene Fonds und sogar Immobilienhedgefonds. Unterscheiden kann man auch nach Ländern bzw. Regionen und Immobiliensegmenten. So gelten deutsche Immobilien typischerweise als besonders sicher. Und Immobilien mit relativ hohen Betreiber- oder Mieterrisiken wie Hotels und Industrieimmobilien müssen diese Risiken typischerweise durch höhere Renditeerwartungen kompensieren.

Kurzfristig können sich verschiedene Anlageformen sehr unterschiedlich entwickeln. Langfristig sind sie bei ähnlichem Inhalt aber durchaus vergleichbar. So zeigen Studien, dass Wohn- und Büro-Immobilienaktien ähnliche Risiken und Renditen aufweisen können wie vergleichbar diversifizierte direkte Immobilienanlagen ([Immobilienaktien und REITs: zu Unrecht ungeliebt<sup>70</sup>](#)).

### **Lieber illiquide oder volatil?**

Nach klassischen Maßstäben sind Immobilienaktien und REITs dagegen sehr viel riskanter als geschlossene bzw. offene deutsche Immobilienfonds, denn Aktien bzw. REITs weisen oft eine relativ hohe Volatilität aus. Eine hohe Volatilität bzw. Kursschwankungen sind aber aus Anlegersicht nicht schlimm, solange gute Renditen erwirtschaftet werden.

Direktimmobilien, offene deutsche und geschlossene Fonds werden meist nur ein Mal pro Jahr bewertet. Die Immobiliengutachter orientieren sich dabei oft an den vorherigen Gutachten und den erwarteten Mieteinnahmen, die oft ziemlich stabil sind. Außerdem haben offene deutsche Immobilienfonds oft hohe Cashquoten, die zur Stabilität beitragen. Bei permanent bewerteten Aktien spielen kurzfristig oft ganz andere Aspekte – wie zum Beispiel

---

<sup>70</sup> <http://prof-soehnholz.com/immobilienaktien-reits-diversifikation-anlageklasse/>

die Stimmung am Aktienmarkt – eine Rolle und können daher zu recht hohen Schwankungen führen.

Untersuchungen zeigen, dass Immobilienaktien und REITs in der Vergangenheit eher bessere Renditen als geschlossene und offene Immobilienfonds erwirtschaftet haben. Außerdem können liquide Instrumente im Krisenfall sehr schnell verkauft werden. Das macht sie „sicherer“ als illiquide Anlagen, die gerade in Krisenzeiten nicht schnell bzw. nur mit hohen Abschlägen verkauft werden können.

Eine konzeptionelle Ausnahme bilden Immobilienhedgefonds, die auch Leerverkäufe nutzen können, also von sinkenden Immobilienaktienkursen profitieren können, und die z.B. Aktienderivate einsetzen können um die Aktienrisiken ihrer Portfolios zu steuern. Dadurch sind solche Fonds oft nur wenig von allgemeinen Aktienmarktentwicklungen abhängig, d.h. relativ schwankungsarm aber auch recht liquide. Allerdings gibt es nur wenige solcher Fonds, die sich bisher auch in Immobilienkrisen gut entwickelt haben.

Aber man kann grundsätzlich von diesen Fonds lernen: Die partielle Absicherung von Risiken von Immobilienaktienanlagen durch klassische Aktienderivate ist eine attraktive Möglichkeit, die aber kaum verbreitet ist.

### **Gute Prognosefähigkeit oder breite Streuung?**

Einzelne Immobilienaktien bzw. REITs, geschlossene aber auch offene deutsche Immobilienfonds sind oft wenig diversifiziert. Wenn man keine guten Prognosefähigkeiten in Bezug auf einzelne Immobilien bzw. -märkte hat bzw. nicht genug attraktive Investmentmöglichkeiten findet, bieten sich aber eher breit gestreute Investments an. Das spricht für ein Portfolio aus Immobilienaktien bzw. REITs oder Fonds. Allerdings gibt es nur wenige krisenbewährte diversifizierte Immobilienfonds. Bisher sind auch erst relativ wenige ETFs verfügbar, die zusätzlich die Managerrisiken von solchen Fonds reduzieren können.

### **Nachhaltigkeit über Aktien**

Nachhaltigkeit als vierte Dimension neben Rendite, Risiko und Liquidität des nunmehr magischen Vierecks ist fast nur mit Immobilienaktien und REITs diversifiziert umsetzbar. Zwar gibt es vereinzelte nachhaltige Immobilien aber erst wenige attraktive und diversifizierte nachhaltige klassische Immobilienfonds. Immobilienaktien und REITs investieren zwar auch überwiegend in traditionelle Immobilien, aber zumindest die Aktiengesellschaften selbst können in Bezug auf ihre ökologischen, sozialen und Unternehmensführungsqualitäten beurteilt werden. Daher gibt es seit kurzem nachhaltige Immobilienaktien- bzw. REIT Fonds (s. [Erstes konsequent verantwortungsvolles ESG-Portfolio aus Immobilienaktien](http://prof-soehnholz.com/erstes-konsequent-verantwortungsvolles-esg-portfolio-aus-immobilienaktien)<sup>71</sup>).

Zum Schluss ein paar Zahlen: Der MSCI World Real Estate Index enthält über 100 Wertpapiere aus mehr als 20 Ländern und sehr unterschiedlichen Immobilienmarktsegmenten. Die hohen Verluste von etwa 70% von 2007 bis Anfang 2009 wurden bis 2013 komplett aufgeholt. Die jährliche Rendite beträgt 6,9% p.a. seit 1994 wenn man die Rückrechnung bis 1999 berücksichtigt, 2,6% p.a. über zehn Jahre und 7,8% p.a. über 5 Jahre (Stand Ende

---

<sup>71</sup> <http://prof-soehnholz.com/erstes-konsequent-verantwortungsvolles-globales-immobilienaktienportfolio/>

September 2017). Globale offene Immobilienfonds haben sehr viel schlechtere Renditen gehabt.

Die Diversifikator GmbH hat Anfang 2017 ein passives und nur auf ESG-Selektionskriterien („Pure ESG“) Environment, Social, Governance Immobilienaktien und REIT Portfolio gestartet. Das ist bis Ende Dezember um 7,4% gestiegen ist und hat in der Rückrechnung ab 2008 6,2% p.a. eingebracht (Vergleich: SPDR Dow Jones Global Real Estate ETF -0,3; beides Stand 23.12.2017).

Hinweis: Dieser Beitrag wurde in ähnlicher Form zuerst veröffentlicht als „Immobilien in der Kapitalanlage: Mythen, alternative und verantwortungsvolle Ansätze“ in Exxecnews vom 6.11.2017, S. 7

## INFRASTRUKTUR-AKTIEN SIND EIN GUTER ZUGANG ZU EINER ATTRAKTIVEN ANLAGEKLASSE

Infrastruktur ist eine sehr attraktive Anlageklasse: Jedes Land braucht Straßen, Schienen, Wasserwege, Stromtrassen, Gasleitungen, Telekommunikationsnetze etc.. Der Aufbau und Erhalt solcher Infrastruktur ist enorm teuer. Früher wurde das mit öffentlichen Mitteln das finanziert. Heute wird oft privates Kapital gesucht, weil es den meisten Staaten an Geld fehlt.

Institutionelle Investoren beschäftigen sich schon länger mit dem Thema Infrastruktur. Aber selbst sehr große institutionelle Investoren können es sich nicht leisten, ein nach Ländern und Infrastruktur-Segmenten diversifiziertes Portfolio von Mehrheits- (Kontroll-)investitionen aufzubauen. Und Kontrolle ist bei Infrastrukturprojekten sehr wichtig, wie man am neuen Berliner Flughafen und anderen Großprojekten sieht. Institutionelle Investoren beteiligen sich daher meist indirekt an sogenannten geschlossenen Infrastrukturfonds oder auch Dachfonds.

Eine andere Art der indirekten Investition ist der Kauf von Aktien von börsennotierten Infrastrukturunternehmen. Davon gibt es weltweit laut Branchenklassifikationen knapp 2000. Etwa 300 dieser Unternehmen machen dabei den wesentlichen Teil ihres Geschäftes im sogenannten Kern-Infrastrukturbereich, also mit Transport-, Energie-, Wasser- und Telekommunikations-Netzen. Diese Unternehmen sind in der Regel hoch kapitalisiert (Large Caps) und ihre Aktien sind sehr liquide.

Es gibt einige Infrastrukturindizes und ETFs, die allerdings recht unterschiedliche Renditen aufweisen. Das erklärt sich vor allem aus unterschiedlichen Definitionen von Infrastruktur. Nur wenige Indizes fokussieren ausschließlich auf Kern-Infrastruktur, also monopolartige Investment mit meist hohen und stabilen Ausschüttungen. Die meisten Indizes beinhalten auch klassische Energieerzeuger (Utilities), die eher volatile Ergebnisse und Ausschüttungen haben.

Besonders die Indizes mit Fokus auf Kern-Infrastruktur zeigen sehr attraktive Rendite- und Risikocharakteristika, die sich deutlich von breiten Aktienindizes unterscheiden. Zugang zu Infrastruktur kann also durchaus in Form von Aktieninvestments erfolgen und bringt auch Diversifikationspotentiale für Portfolios mit sich. So wird das z.B. auch von Towers Watson eingeschätzt, einem der renommierten internationalen Investmentconsultant für institutionelle

Anleger. Wahrscheinlich dauert es aber – wie oft bei neuen Entwicklungen – ein paar Jahre, bis auch deutsche Investoren die Attraktivität von Infrastrukturaktien erkennen.

## AUCH PRIVATKUNDEN SOLLTEN IN INFRASTRUKTUR INVESTIEREN

Private Investment in Infrastruktur werden oft kritisch gesehen<sup>72</sup>. Das Hauptargument lautet: Der Staat kann sich zurzeit sehr günstig verschulden und somit Geld zum Nulltarif leihen. Wenn Infrastrukturinvestments so attraktiv sind, dass sich private Geldgeber dafür finden, dann sollte lieber der Staat weiter Schulden aufnehmen, um diese attraktiven Renditen selbst zu erreichen. Müsste der Staat dann aber mit dem gleichen Argumente nicht auch Immobilien auf Kredit kaufen oder Aktien?

Fakt ist, dass der deutsche Staat bereits sehr hoch verschuldet ist. Die Schuldenbremse kann derzeit nur eingehalten werden, weil die Kreditzinsen so niedrig sind. Wenn die Zinsen steigen, werden Staatshaushalte sehr stark mit Zinszahlungen belastet sein. Außerdem werden die Staatsschulden künftig eher noch höher sein, da auch die staatlichen Ausgaben für die Altersvorsorge weiter steigen werden. Die Menschen leben heute zum Glück immer länger und die sinkende Zahl von Rentenbeitragszahlern im Vergleich zu Renteneempfängern wird die Staatshaushalte aufgrund der demografischen Entwicklung weiter belasten.

Die private Altersvorsorge wird also wichtiger. Um diese sicher zu stellen, müssen deutsche Altersversorger bzw. Versicherungen über attraktive Kapitalanlagen verfügen. In den vergangenen Jahren sind Versicherungen mit ihren Anlagen, die zu einem hohen Teil aus deutschen Staatsanleihen, Länderanleihen und kommunalen Pfandbriefen bestehen, recht gut gefahren. Bei den aktuell niedrigen und teilweise sogar negativen Verzinsungen gerät die Kapitalanlage von Altersversorgern und damit die private Altersvorsorge insgesamt aber unter Druck.

Versicherungen und andere Altersversorger müssen aber auch künftig zu einem erheblichen Teil in niedrig-rentierlichen Anlagen investieren. Dazu werden sie durch staatliche Vorgaben (Stichwort „Solvency-Regeln“) praktisch gezwungen. So müssen z.B. Infrastrukturinvestments von Versicherungen mit sehr viel Eigenkapital unterlegt werden, als Staatsanleihen, was die Kosten solcher Investments aus Versicherungssicht enorm erhöht. Wenn diese Regeln nicht gelten würden, würde es für den Staat wahrscheinlich sehr viel teurer, sich zu verschulden. Heute verzichten also die Versicherungen und damit die private Altersvorsorge aufgrund staatlicher Vorgaben auf potentielle Kapitalerträge in riesigem Umfang.

Anlagen in gute Infrastruktur sind – ähnlich wie Anlagen in gute Immobilien oder gute nicht-börsennotierte Unternehmen<sup>73</sup> – grundsätzlich attraktiv für Versicherungen. Solche Anlagen sind allerdings oft auch illiquide. Bei illiquiden Anlagen ist besonders auf die Risiken zu achten. Insbesondere politische und Währungsrisiken sind bei illiquiden Anlagen wichtiger als bei liquiden Anlagen, die man bei „Gefahr“ schnell verkaufen kann.

---

<sup>72</sup> S. z.B. Stichwort „Autobahnraub“ im Blog des renommierten Wirtschaftsjournalisten Norbert Häring ([www.norberthaering.de](http://www.norberthaering.de)); anders Klaus Stratmann im Handelsblatt vom 25.8.2014: „Versicherer wollen ins Verkehrsnetz investieren“

<sup>73</sup> Private Equity

Infrastruktur, Immobilien und auch Private Equity in Deutschland haben für deutsche Anleger keine Währungsrisiken und sollten recht geringe politische Risiken im Vergleich zu solchen langfristigen illiquiden Anlagen in vielen anderen Ländern haben. Für Anleger aus anderen Währungsräumen sind die Währungsrisiken für Anlagen in Deutschland aber nennenswert. Im Euro-Raum gibt es aber auf absehbare Zeit wohl nicht sehr viele potentielle private Großinvestoren für illiquide Assets. Bürger und Politiker sollten deshalb froh sein, wenn deutsche Versicherungen ihre illiquiden Investments in Deutschland tätigen wollen.

Der Staat muss monopolartige Strukturen – wie sie in vielen Infrastruktursegmenten vorkommen – weiter überwachen, z.B. die Preise für die Nutzung und auch die Qualität der Infrastruktur. Der Staat sollte auch nicht für die Fehler privater „Infrastrukturbauer“ bzw. Betreiber haften, sondern private Investoren müssen die Ausfallrisiken ihrer Investments übernehmen. Für die Übernahme von Risiken müssen diese privaten Parteien aber auch adäquate Renditen erzielen können.

Wenn der Staat schon so billig an Geld kommt und das investieren möchte, dann sollte er sich auf Investitionen konzentrieren, die private Investoren nicht interessieren, aber die für die Gesellschaft wichtig sind. Dafür kann z.B. der soziale Wohnungsbau genannt werden. Dieses Beispiel ist möglicherweise aber auch nicht viel besser als das der Autobahnfinanzierung. Vielleicht ist es für alle Parteien besser, wenn der Staat bedürftigen Bürgen Wohnzuschüsse gibt statt selbst direkt in den Immobilienmarkt eingreift.

Last but not least: Wenn Bürgern private Autobahnen zu teuer werden, können sie immerhin noch auf einige alternative Straßen oder Verkehrsmittel ausweichen. Steuerzahler können zusätzlichen Staatsschulden und damit in der Regel einhergehenden Steuererhöhungen aber nicht legal entkommen.

## INFRASTRUKTUR-TRUSTS ALS NEUES ANLAGEVEHIKEL

Der Aufbau eines diversifizierten Infrastruktur-Portfolios ist sogar für Großinvestoren schwierig, wenn sie sich auf Direktanlagen und geschlossene Fonds fokussieren. Dachfonds aus geschlossenen Fonds ermöglichen zwar eine gute Diversifikation, sind aber meist sehr teuer. Infrastrukturaktien bzw. Fonds mit Fokus auf Infrastrukturaktien sind eine liquide und relativ kostengünstige Alternative. In Deutschland gibt es aber nur wenige typische Infrastrukturaktien wie Fraport oder den Hamburger Hafen. In den deutschsprachigen Nachbarländern kommen noch die Flughäfen Wien und Zürich hinzu, aber das war es denn auch schon fast an „echten“ Infrastrukturaktien.

Auch Deutschland ist aufgrund seiner hohen Verschuldung und den großen benötigten Investitionen zum Qualitätserhalt bzw. Aus- oder Neubau von Infrastruktur an privaten Infrastruktur-Investoren interessiert. Großinvestoren können künftig möglicherweise direkt Infrastruktur investieren. Aber was ist mit Kleininvestoren? Dazu bietet sich an, eine oder mehrere Aktiengesellschaften zu schaffen, die in Infrastruktur investieren. Die Aktien der Gesellschaften können dann von allen Arten von Investoren gekauft werden, auch von Kleinanlegern. Aktien bieten sich an, weil sie börsennotiert werden können, was zu Liquidität führen sollte. Außerdem unterliegen Aktien einer strengen Regulierung und hoher Transparenz.



Der Staat würde Infrastruktur direkt oder die Rechte zum Infrastrukturbetrieb an solche Aktiengesellschaften verkaufen können. Beispiel: Nicht die Autobahn wird verkauft sondern „nur“ das Recht auf laufende Einnahmen vom Staat zur Unterhaltung und zum Ausbau der Autobahn und/oder das Recht, Gebühren für die Nutzung der Autobahn zu nehmen. Dafür hat der private Investor die Pflicht zum Erhalt und Ausbau der Autobahn.

Sowohl „der Staat“ als auch die Aktionäre haben ein hohes Interesse an einem guten Management der Aktiengesellschaft. Mit der in vielen Ländern existierenden REIT-Struktur<sup>74</sup> gibt es ein gutes Vorbild für eine Infrastruktur-Aktiengesellschaft, die im Folgenden als Infra-Investment-Trust oder Infra-Trust bezeichnet werden. REITs sind stark beschränkte Aktiengesellschaften, die nur in klar definierte Immobilien bzw. Immobilienprojekte investieren dürfen. Sie müssen den ganz überwiegenden Teil (meist 90%) ihrer Gewinne an die Aktionäre ausschütten und haben Kreditaufnahmebeschränkungen.

Wenn vorzugsweise Infrastruktur erworben/betrieben wird, kann ein solcher Infra-Trust aufsichtsrechtlich als Immobilieninvestment gelten und damit geringeren Eigenkapitalpflichten unterliegen als Infrastruktur unter dem aktuellen Versicherungsvorgaben nach Solvency II. Die Notwendigkeit, schwankende Aktienkurse auch in den Versicherungsbüchern widerzuspiegeln, kann durch die Klassifikation als Anlagevermögen vermieden werden. Damit wäre allen geholfen.

Internationales Implementierungs-Vorbild kann auch die Master Limited Partnership (MLP) mit ihrem Fokus auf Energieproduktion sein. Vielleicht kann man für einzelne Infrastrukturprojekte auch die bisher wenig erfolgreiche deutsche SPAC-Struktur („Special Purpose Acquisition Vehicle“) nutzen.

In den USA, die eine besonders lange REIT Erfahrung haben, gelten REITs als besonders gute Immobilieninvestoren mit besonders guten Immobilienportfolios. Außerdem gelten sie als Aktien mit besonders guter Unternehmensführung („Governance“), zumindest im Vergleich zu klassischen Immobilienaktien, was unter anderem auf die Pflicht zur hohen Gewinnausschüttung zurückgeführt wird. REITs sind auf Unternehmensebene weitgehend steuerbefreit, Anleger müssen ihre Dividenden und Aktiengewinne jedoch versteuern.

Es gibt gute Argumente dafür, ein solches Modell auch für Infrastrukturfinanzierungen zu nutzen. Ähnlich wie bei Immobilien sollen private Investitionen gefördert werden. Wenn der Infra-Trust dem Staat Infrastruktur bzw. Infrastruktur-Rechte abkauft bzw. neue Infrastruktur bauen soll, braucht er viel Geld. Es macht wenig Sinn, wenn von 100 Euro Investmentvolumen die im Zweifel sowieso an den Infrastruktur-Verkäufer „Staat“ gezahlt werden, noch Steuern abgezogen werden, die dann nicht mehr für Investments zur Verfügung stehen. Gewinne, die weitestgehend ausgeschüttet werden müssen, müssen aber vom Anleger versteuert werden.

Die Definition der zulässigen Infrastruktur ist schwierig. Nicht jeder versteht darunter das Gleiche, wie die teilweise sehr unterschiedlich zusammengesetzten Infrastruktur-Aktienindizes zeigen. Man sollte sich aber relativ schnell darauf einigen können, dass alles, was bisher an Netzen und Knoten (Energie, Transport, Wasser, Telekommunikation) vom

---

<sup>74</sup> REIT steht für Real Estate Investment Trust

„Staat“ finanziert wurde, grundsätzlich dazu zählt. Nicht dazu gerechnet werden danach mit Infrastruktur verbundene Services.

Als weiteres Kriterium kann man den grundsätzlich öffentlichen Zugang zu Infrastruktur nennen, der zwar bezahlpflichtig sein kann, aber einzelnen Nutzern nicht ohne zwingenden Grund verweigert werden kann. So sollten gerade die sehr umwelt-beeinflussenden Netze von Gasröhren, Stromleitungen und Transportwege und die „Knoten“ wie Flughäfen und Häfen gelten.

Bei Telekommunikations-Satelliten sind da schon eher Fragen angebracht. Anders ausgedrückt: Wenn es eine geringen Umweltbeeinflussung und einen freien funktionierenden privatwirtschaftlichen Wettbewerb gibt, z.B. auch durch alternative Technologien wie Strom/Gas/Sonne/Wind etc. bei der Energieproduktion, ist die Zulässigkeit für steuerbefreite Infra-Trusts kritisch zu hinterfragen. Ähnliches gilt auch für zahlreiche soziale Einrichtungen wie Krankenhäuser und Universitäten, die ebenfalls bereits einem privaten Wettbewerb ausgesetzt sind. Hierzu ist sicher noch Einiges an Diskussion vonnöten

## EINE MULTI-FAKTORALLOKATION IST NICHT BESSER ALS EINE ALLOKATION NACH ANLAGEKLASSEN

Das Grundproblem einer faktorbasierten Allokation (Faktorallokation) ist dem der Assetklassen-Diversifikation sehr ähnlich: Es gibt keinen Konsens darüber, welche Assetklassen bzw. Faktoren die Basis der Allokation sein sollten. Ebenso wie unter einer Assetklasse kann Vieles als „Faktor“ verstanden werden. Grundsätzlich ist damit eine Variable gemeint, die einen systematischen Einfluss auf Renditen oder Risiken von Kapitalanlagen hat.

Je nach Definition kann es sehr wenige oder sehr wenige potentielle Faktoren geben. Die Anzahl hängt davon ab, ob man nur solche Faktoren betrachtet, die angeblich eine Outperformance gegenüber klassischen Indizes generieren, oder ob man alle Faktoren in Betracht zieht, welche grundsätzlich Portfoliorenditen und –risiken beeinflussen können. Meist wird über Faktoren diskutiert, die höhere Renditen als die jeweiligen Benchmarks bringen sollen. Für Investoren sind aber auch solche Faktoren interessant, die Risiken senken können.

Am wichtigsten für Bestandsportfolios ist aber zunächst eine Faktoranalyse, also die Transparenz über Faktorabhängigkeiten von Portfolios. Erst wenn man diese Transparenz hat, kann man geeignete Maßnahmen zur Verbesserung von Portfolios ergreifen.

Der „älteste“ und meist verwendete Rendite-Faktor ist das sogenannte Beta bzw. der Marktfaktor<sup>75</sup>. Mit diesem Beta versucht man, den systematischen und damit oft den größten Teil der Rendite von Wertpapieren zu erklären. Der „unerklärte“ Rest der Rendite ist das famose „Alpha“. Aktive Fondsmanager streben nach Outperformance von Indizes bzw. positivem Alpha.

---

<sup>75</sup> siehe CAPM Capital Asset Pricing Modell

Im Fama-French 3-Faktor Modell wurden Unternehmensgröße („Size“, mit der Annahmen dass kleiner besser ist als größer) und Wert („Value“, mit er Annahme dass das besser ist als das sogenannte „Growth“/Wachstum) als zusätzliche Faktoren eingeführt. Small und Value galten gegenüber Large und Growth als „positive“ Faktoren, mit denen es gelingen sollte, Überrenditen zu erwirtschaften. Carhart fügte Momentum als vierten Faktor hinzu, der ebenfalls als positiver Faktor betrachtet wurde. In 2013 führen Fama und French mit Profitabilität und Investment weitere Faktoren ein<sup>76</sup>. Andere nennen als zusätzliche „positive“ Faktoren Qualität, Yield, Illiquidität und Low-Volatility<sup>77</sup>.

Inzwischen bezweifeln zahlreiche Wissenschaftler aber auch Praktiker, dass der Faktor Size heute (noch) positiv ist. In der Tat hat Small Cap lange Perioden von Underperformance gehabt. Einige ältere Studien sind angreifbar wegen des sogenannten „Survivorship Bias“ und andere Untersuchungen erklären einen Großteil vergangener Outperformance mit Illiquiditätsprämien oder Rebalancing-Effekten.

Die bisher genannten Faktoren beziehen sich fast ausschließlich auf Aktien. Andere systematische Risikofaktoren bzw. Risiken, die als wichtige Faktoren für Asset-Allokationen genannt werden, sind volkswirtschaftlicher Natur wie Konjunktur-, Zins- und Währungsrisiken aber auch demografische Risiken. Außerdem gibt es politische Risiken wie Kriege und rechtliche Risiken wie Regulierung bis hin zu Enteignungen. Und es gibt Natur(katastrophen-)risiken, marktsegmentspezifische Risiken wie Immobilienrisiken, Gegenpartei-Risiken, Kapitalstrukturrisiken (inklusive Liability-Risiken, also Risiken, die aus Zahlungsverpflichtungen resultieren), Liquiditäts- und operative und sicher noch einige andere Risiken. Man kann versuchen, einige diese Risiken als Faktoren für eine Assetallokation zu nutzen, z.B. in dem man Investments sucht, mit denen man an bestimmten Zinsänderungen oder Wechselkursentwicklung partizipieren kann bzw. unerwünschte Risiken möglichst vermeiden kann.

Allokationen über Assetklassen bzw. Faktoren gehen von möglichst großer Unabhängigkeit der Klassen bzw. Faktoren voneinander aus, um bestmögliche Diversifikationseffekte zu erreichen. In Bezug auf Faktoren gibt es zum Beispiel interessante Diskussionen, ob Investment und Profitabilität den von zahlreichen Faktoranhängern genutzten Volatilitätsfaktor ersetzen können<sup>78</sup>. Hinzu kommt eine weitere Schwierigkeit bei der Umsetzung in Portfolios: Wenn man keine klare Richtung annimmt wie „Low Volatility sollte man immer Long sein“, braucht man Indikatoren, die künftige positive oder negative Entwicklungen der Indikatoren anzeigen. Es ist nicht einfach, gute solche (Timing-)Indikatoren für die zahlreichen Faktoren zu finden.

Die Nutzung von Faktoren zur Portfolio-Analyse, die sogenannte Faktoranalyse, ist weniger umstritten als die Faktor-Allokation. Klassisch diversifiziert man seine Anlagen über die Anlageklassen Aktien, Anleihen, Rohstoffe etc.. Ross hat mit der Arbitrage Pricing Theory wohl die Grundlagen für die zunächst lineare Faktoranalyse gelegt. Gute Hedgefondsanalysten arbeiten schon seit Jahren mit Faktoranalysen, die auch auf nichtlinearen Zusammenhängen beruhen können. Mit einer faktorbasierten Analyse kann man

---

<sup>76</sup> s. Fama/French: Average Returns, BM, Profitability and Growth, in Dimensional Quarterly Review 2013; dazu siehe auch Hu/Xue/Zhang. Digesting Anomalies: An Investing Approach, Working Paper, Ohio State University, 2012

<sup>77</sup> siehe Bender et al., Foundations of Factor Investing, MSCI 2013

<sup>78</sup> s. Hue/Xue/Zhang 2012

einfach feststellen, dass z.B. auch Anleihen – gerade Unternehmensanleihen – und Rohstoffe von ähnlichen Faktoren abhängen können wie Aktien. Auch in der sogenannten Königsklasse der Investments, den Hedgefonds, stellt man oft zahlreiche, allerdings vielfach nicht-lineare Abhängigkeiten von systematischen „Alternative Betas“ fest und nur wenig Rest-Alpha.

Da es, abgesehen von einigen aktienspezifischen, bisher nur wenige effiziente bzw. kostengünstige factorspezifische Investmentprodukte gibt, bietet sich ein anderes Vorgehen an, nämlich die Kombination von klassischer Assetklassen-Diversifikation mit Faktoranalysen. Faktoranalysen kann man dabei vor allem für die Abgrenzung und Gewichtung von Assetklassen nutzen mit dem Ziel, sogenannte Klumpenrisiken bzw. zu hohe Risikokonzentrationen zu reduzieren.

Fazit: Ebenso wie in Bezug auf Assetklassen ist es nicht einfach, klar voneinander abgrenzbare Faktoren zu finden, und noch weniger solche, die dauerhaft outperformen. Auch dauerhafte Underperformance von Faktoren ist interessant, wenn man die Möglichkeit hat, Short zu gehen bzw. bei Verlusten der Anlageklasse bzw. des Faktor zu „gewinnen“. Aber selbst wenn man attraktive Faktoren für die Diversifikation eines Portfolios findet, kann man diese nicht einfach „kaufen“. Einige – meist aktienbasierte – Smart Beta Produkte können zwar für „Renditefaktoreninvestments“ genutzt werden, aber für viele der oben genannten Faktoren gibt es aber (noch) keine Investmentprodukte. Assetklassen-spezifische Produkte gibt es jedoch in großem Umfang z.B. in Form von kostengünstigen ETFs, so dass eine Assetklassendiversifikation mit Unterstützung von Faktoranalysen effizient umsetzbar ist.

## MANAGER- UND FONDSSELEKTION

### 5 EINSTIEGSFRAGEN BEI DER FONDSSELEKTION

1) Sind Sie mit Rendite und Risiko ihrer Kapitalanlagen zufrieden? Falls ja, Gratulation. Falls nein, gehen Sie weiter zu Frage 2.

2) Machen Sie die Asset-Allokation, Benchmark- bzw. Indexselektion, Titelselektion, Titelgewichtung, Rebalancing, Implementierung sowie Risikomanagement alles selbst? Falls ja, gehen Sie zu einer günstigen Trading/Investment-Abwicklungsplattform. Falls nein, gehen Sie zu Frage 3.

3) Ziehen Sie regelbasiertes oder sogenanntes diskretionäres Portfoliomanagement vor? Wenn Sie diskretionäres Management vorziehen, selektieren Sie einen Manager/Anbieter, den/die Sie als künftigen Star sehen. Aber bitte bedenken Sie: Vergangene Performance ist oft kein guter Indikator für künftige Performance und nur sehr wenige Manager schlagen ihre Benchmarks über mehrere Perioden. Wenn sie es wie viele andere machen wollen, selektieren Sie den Manager mit den besten vergangenen Renditen, den besten Ratings, den meisten Mittelzuflüssen, hohen Marketingausgaben bzw. hoher Markenbekanntheit, oder nach anderen Kriterien. Andernfalls gehen Sie zu Frage 4.

4) Sollten ihre Kapitalanlagen von guten Prognosen abhängen und ist Regeltransparenz nicht so wichtig für Sie? Dann suchen Sie sich gute Prognostiker bzw. quantitative Assetmanager.

Es gibt allerdings nur wenige Manager, deren Modell transparent bzw. einfach nachzuvollziehen ist. Andernfalls gehen Sie zu Frage 5.

5) Wollen Sie auf unveränderbare Regeln und anlageklassenspezifische Produkte setzen oder auf kontinuierliche Verbesserung von Regeln und auch Multi-Asset Produkte? Im ersten Fall kaufen Sie Smart-Beta Produkte. Diese Produkte haben aber oft nur kurze reale Track-Records und sind kaum günstiger als institutionelle bzw. Honorarberatertranchen aktiver Manager. Andernfalls investieren Sie in Fonds eines systematisch-prognosefreien Managers.

Hier ist ein noch einfacherer Ansatz: Sie haben weder Präferenzen für diskretionäre noch quantitative Manager noch systematisch-prognosefreie Ansätze? Dann diversifizieren Sie über alle drei Investmentphilosophien.

## FONDSMANAGER BZW. ROBO-ADVISORS SOLLTEN AUS WISSENSCHAFTLICHEM RESEARCH LERNEN

Anbieter von Geldanlagen sollten im Idealfall wissenschaftliches Research verfolgen und daraus lernen. Das gilt auch für Robo-Advisors, die nur eine spezielle Form von Geldanlage-Anbietern sind.

Up-to-date zu bleiben ist bei der Vielzahl von Research-Ergebnissen, die ständig veröffentlicht werden, allerdings schwierig. Oft ist das Research auch nicht direkt verwendbar. So kommen Research-Ergebnisse meist nur unter ganz bestimmten Annahmen zustande, die in der Realität selten zu finden sind. Oder das Research kann nicht aus den USA, die das Research u.a. aufgrund der guten Datenverfügbarkeit dominieren, übertragen werden. Trotzdem kann man aus Research interessante Anregungen für die Geldanlagepraxis bekommen.

Hier soll am Beispiel des Online-Geldanlage Anbieters Diversifikator gezeigt werden, was aus wissenschaftlichem Research des Monats November 2016 gelernt wurde. Das verfolgte Research kann man dabei grob in zwei Bereiche einteilen: Erstens Fonds- bzw. ETF- und zweitens Einzeltitelsektion bzw. -Gewichtung.

### **Fonds- bzw. ETF-Selektion**

Eine der wichtigsten Quellen für das Fondsresearch ist Morningstar. Morningstar ratet seit vielen Jahren Fonds sowohl quantitativ als auch qualitativ. Im November 2016 wurden Statistiken präsentiert, nachdem gut geratete Manager auch nach dem guten Rating besser performen als schlecht geratete Manager. Allerdings gibt es mehr gut geratete Manager, als man typischerweise in ein Portfolio aufnimmt, daher ist Rating alleine nicht ausreichend für eine Anlageentscheidung. Außerdem stellt auch Morningstar immer wieder fest, dass aktive Manager ihre Benchmarks dauerhaft nicht schlagen können und plädiert daher oft für ETF Nutzung. Niedrige Kosten sind also ein sehr wichtiges Fondsselektionskriterium. Bei aktiven Fonds kommt aber noch das sogenannte „Manager Ownership“ hinzu. Fonds, in die ihre

Manger viel investieren, sind tendenziell besser als solche, in die Manager weniger Geld anlegen.<sup>79</sup>

Bei Feri haben wir diese Kriterien schon ab dem Jahr 2000 als wichtigste Managerselektionskriterien genutzt, wenn auch zunächst nur für Private Equity und für Hedgefonds. Heute kann man sich fragen, ob es für die Beurteilung von Robo-Advisors nicht hilfreich wäre zu wissen, wie viel Geld die Anteilseigner in ihren eigenen Portfolios anlegen.

Im November 2016 wurde das neue Morningstar Analyst ETF-Rating vorgestellt<sup>80</sup>. Das ist für Diversifikator besonders interessant, denn Diversifikator ist unseres Wissens zumindest der erste deutsche Anbieter, der – seit Mai 2016 – ein Portfolio aus von Morningstar Top gerateten ETF anbietet. Das von Diversifikator genutzte quantitative Morningstar ETF Rating fokussiert vor allem auf niedrigen Kosten von ETFs. Niedrige Kosten sind allerdings sowieso ein wichtiges Selektionskriterien für andere Portfolios von Diversifikator. Bisher konnte das ratingbasierte Weltmarktportfolio Stars aber nicht durch besonders gute Performance überzeugen<sup>81</sup>.

Das Analyst Rating für ETFs wird Diversifikator nicht für seine Standardportfolios nutzen. Es passt als teilweise subjektives „forward looking“ Rating nicht zu der systematisch-prognosefreien Investmentphilosophie. Außerdem werden besonders breit diversifizierte Indizes besser beurteilt als spezialisierte Indizes. Diversifikator nutzt aber bewusst spezialisierte Indizes für alternative Aktien bzw. Marktsegmente, um Überschneidungen mit den breit diversifizierten Standard-Indizes zu reduzieren.

### **Einzeltitelselektion und Gewichtung**

In einem weiteren November-Beitrag beschäftigt sich Morningstar mit verantwortungsvollem bzw. ESG-Geldanlagen<sup>82</sup>. Diversifikator hat einen expliziten ESG-Fokus. So ist Diversifikator unsers Wissens weltweit der erste Anbieter eines ESG-Portfolios, das nur aus ETFs besteht. Das Portfolio hat sich in der Rückrechnung aber auch in der Echtperformance sehr gut entwickelt.

Die Zusammenfassung des o.g. Morningstar-Beitrages lautet: „There is no reason, based on the academic research on performance, to steer investors away from making sustainability a part of their portfolio“. Für Standard-Aktien ergibt das Research, das wir aus anderen Quellen kennen, die gleiche Schlussfolgerung<sup>83</sup>. Für andere Anlageklassen liegt jedoch unsers Wissens noch zu wenig Research vor, um ESG Effekte umfassend beurteilen zu können.

---

<sup>79</sup> Russel Kinnel, Fund Managers Who Are Buying Their Funds“, Morningstar 7.11.2016

<sup>80</sup> Ben Johnson, Introducing the Morningstar Analyst Rating for ETFs, Morningstar Fund Spy, 1.11.2016

<sup>81</sup> die Renditen aller Diversifikator Portfolios finden sich täglich aktualisiert auf [www.diversifikator.com](http://www.diversifikator.com)

<sup>82</sup> John Hale, Sustainable Investing Research Suggests No Performance Penalty, Morningstar, 10.11.2016

<sup>83</sup> siehe auch Auer, Benjamin R. und Schumacher, Frank: Do socially (ir)responsible investments pay? New evidence from international ESG data, The Quarterly Journal of



Auch zu sogenanntem Smart Beta gibt es immer wieder neue Publikationen. Smart-Beta oder Faktorinvesting soll ja, wie der Name suggeriert, besonders gut sein. Diversifikator hat zwei Smart-Beta ETF-Portfolios entwickelt, die aber in 2016 (noch) nicht öffentlich sind.

Ein interessanter aktueller Beitrag zu dem Thema ist: „What Fraction of Smart Beta is Dumb Beta?“<sup>84</sup>. Danach kann ein Großteil der Smart Beta Performance von traditionellen Marktfaktoren erklärt werden. Für den Faktor Volatilität wird diese These aber in einer anderen Analyse über mehr als 40 Jahre abgelehnt und „Market Mispricing“ als wichtigere Erklärung der langjährigen Outperformance angegeben<sup>85</sup>. Andere wollen mit „lottery preferences, short-term return reversals, and earnings shocks“ den Großteil der Volatilitätsfaktor-Outperformance erklären<sup>86</sup>.

Selbst wenn einzelne Faktoren in der Vergangenheit besser als traditionelles Beta waren, bleibt immer noch die Frage offen, ob das auch zukünftig so sein wird. Früher hochgelobte Faktoren wie Small Cap und Value haben Anlegern in den letzten Jahren oft relativ schlechte Performance eingebracht<sup>87</sup>. Der systematisch-prognosefreie Ansatz von Diversifikator setzt daher nicht auf die Prognose künftiger Outperformance einzelner Faktoren. Aus der Smart-Beta bzw. Faktorresearch Studienvielfalt kann man aber recht gut schließen, dass andere Gewichtungen als Kapitalgewichtungen bei Aktien sehr oft zu besserer Performance führen<sup>88</sup>. Darauf setzen auch die geplanten Smart-Beta bzw. Einzeltitelangebote von Diversifikator.

## FONDSKOSTEN SIND WICHTIG ABER NICHT TRANSPARENT

Meb Faber vergleicht in seinem Buch „Global Asset Allocation – A survey of the world’s top investment strategies“ unterschiedlichste Asset Allokationen, unter anderem das globale Markt Portfolio, 60/40, Risk Parity, All-Seasons und mit ETFs nachgebaute Allokationen von Rob Arnott, Marc Faber, David Swensen (Yale), Mohamed El-Erian (Harvard) und Warren Buffett (Berkshire Hathaway). Sein Fazit: “The single biggest take away from this book is not to ruin your allocation by paying too much in fees.“

Besonders für Laien ist es sehr schwer, Fondskostenvergleiche durchzuführen. Im Internet gibt es zwar etliche kostenlose Fondstabellen bzw. Fonds-Datenbanken, manche enthalten aber gar keine Informationen über Fondskosten. Andere weisen nur Ausgabeaufschläge oder Managementgebühren aus. Die Gesamtkosten für den Investor können aber weit mehr umfassen als diese beiden Kosten. Aber selbst die angebliche Gesamtkostenquote Total

---

Economic and Finance, Nr. 59, 2016 und eigenes Research s. Söhnholz, Dirk: Einsatz von ESG Faktormodellen zur Verbesserung von Aktienportfolios, in Absolut Report Nr. 6/2014

<sup>84</sup> s. AlphaBetaWorks Insights, [www.abwinsights.com](http://www.abwinsights.com), 30.10.2016

<sup>85</sup> s. The Low-Volatility Anomaly: Market Evidence on Systematic Risk vs. Mispricing von Xi Li, Rodney N. Sullivan und Luis Garcia, in Financial Analysts Journal Nr. 1/2016

<sup>86</sup> s. Hou, Kewei, und Roger K. Loh, Have we solved the idiosyncratic volatility puzzle?, Journal of Financial Economics 2016

<sup>87</sup> aktuelle Kritik am Fama French 5 Faktormodell siehe auch: Five Concerns with the Five-Factor Model, David Blitz, Matthias X. Hanauer, Milan Vidojevic und Pim van Vliet, Arbeitspapier vom 1.11.2016

<sup>88</sup> z.B. Söhnholz, Dirk: Renditenorientierte Diversifikation 2.0 und Risiko-Overlays: Prognosefreie systematische Umsetzung, Arbeitspapier, 6/2012 und dort genannte Quellen

Expense Ratio bzw. TER enthält z.B. keine erfolgsabhängigen Gebühren und keine Gebühren für Zielfonds von Dachfonds<sup>89</sup>.

Erschreckend ist, dass mehrere Datenbanken sogar falsche Informationen enthalten. Wenn man in Online-Datenbanken, die Kosteninformationen enthalten, z.B. alle als aktiv ausgewiesenen Aktienfonds nach Kosten von niedrig zu hoch sortiert, findet man etliche anscheinend „kostenlose“ Fonds und auch sehr günstig erscheinende aktive Fonds. So werden für einige solcher Fonds Managementgebühren, TER oder laufende Kosten von unter 0,5% auch für normalerweise relativ teure Anteilklassen für Retailanleger genannt. Wenn man diese Informationen prüft, stellt man bei den günstigsten Fonds aus den Tabellen fest, dass die in den Tabellen ausgewiesenen Kosten oft sehr viel niedriger als die in den Fondsdokumenten genannten Kosten sind. Das kann man selbst anhand der erfreulicherweise oft in den Datenbanken direkt zur Verfügung gestellten Einzelfondsdokumente überprüfen, besonders anhand der sogenannten KIIDs (Key Investor Information Documents). Ein von uns durchgeführter Check von mehreren aktienorientierten Dachfonds mit „Tabellen-Kosten“ unter 1% p.a. ergab für dieselben Fonds „KIID-Kosten“ von meist über 2%. Insgesamt können die laufenden Kosten bei aktienorientierten Dachfonds sogar über 5% p.a. erreichen und selbst einige gut geratete Fonds weisen TER von über 3,5% p.a. auf.

ETFs gelten als besonders günstig. Aber auch die Gesamtkosten von ETFs können inklusive Handelskosten aber auch Indextrackingkosten „weit über denen der offiziell ausgewiesenen Gesamtkostenquote (TER) liegen“<sup>90</sup>. Verlässliche Vorabschätzungen dieser indirekten ETF Investmentkosten sind schwierig.

## THEORETISCHE VERSUS PRAKTISCHE UNTERSCHIEDE VON ETF-PORTFOLIOS

ETF Portfolios können sich in vielerlei Hinsicht unterscheiden, z.B. in der Ausgangs(Strategischen) Assetallokation, den Änderungsmechanismen für die Asset Allokation (z.B. taktische Allokation mit Trendfolge), der Indexselektion (u.a. klassisches versus Smart Beta), der Anbieterselktion (Marktführer oder auch Nischenanbieter), der ETF-Selektion (u.a. synthetisch versus physisch), dem Währungs- und dem Risikomanagement. Hinzu kommen Unterschiede in der „Verpackung“ (u.a. Dachfonds versus individuelles Portfolio) und den Kosten.

In der Praxis werden aber ganz überwiegend sehr ähnliche ETF (Muster-)Portfolios angeboten bzw. propagiert. Diese investieren in wenige Anlageklassen, haben oft starre Grenzen wie 70/30 oder 30/70 in Bezug auf Anleihe- und Aktienquoten und beinhalten überwiegend nicht-synthetische ETFs der ETF-Marktführer. Wenn andere Allokationen verwendet werden, wird ganz überwiegend die nicht mehr zeitgemäße Markowitz-Optimierung zur Begründung herangezogen.

Es wird selten thematisiert, warum Assetklassen nicht aufgenommen werden und welche Indizes zugrunde gelegt werden. Dabei gibt es viele Unterschiede zwischen Indizes. Konzentrierte Indizes wie der Dax oder Dow Jones haben ganz andere Charakteristika als diversifizierte Indizes. Ein Beispiel: Der MSCI World enthält 0% Emerging Markets, der

---

<sup>89</sup> siehe Barbara Claus: Wegweiser durch den Fondsgebührendschungel, Morningstar 29.07.2013

<sup>90</sup> siehe z.B. Ben Johnson, „Kosten für ETF Anleger“, Morningstar, 5.9.2011

MSCI All Countries ca. 10% und ein Weltaktienindex auf Wirtschaftsleistungsbasis (BIP) bringt es auf ca. 35% Emerging Markets Anteil. Einzelne Länderaktienindizes sind oft stark von nur wenigen Aktien abhängig. Selbst Weltaktienindizes können es zeitweise auf enorme Abhängigkeiten von einzelnen Ländern (Stichwort „Japanboom“) oder Branchen (Stichwort „Technologieboom“) bringen.

## RANKING-MOMENTUM UND RISIKORANGLISTEN SIND WICHTIGER ALS PERFORMANCERANGLISTEN

Es sollte nicht unbedingt das Ziel eines Fondsmanagers sein, in Performanceranglisten ganz oben zu stehen. Top Ranglistenplätze erreichen oft nur sehr spezialisierte Fonds. So standen einige Zeit lang indische Infrastrukturaktienfonds ganz oben in den Ranglisten für globale Aktienfonds. Typischerweise stehen solche Fonds aber nur kurz dort und werden dann von anderen spezialisierten Fonds verdrängt.

Bei langfristigen Vergleichen, die mehrere Marktphasen umfassen, ist es aber durchaus erstrebenswert, in Renditeranglisten vorne zu stehen. Dort können sich einzelne Fondsmanager aber nur selten längere Zeit halten.

Ziel eines Fondsmanagers kann es aber sein, bei der risikoadjustierten Performance vorne dabei zu sein. Solche Ranglisten sind aber nicht weit verbreitet. Wie findet man als Anleger Fondsmanager, die sich auch in solchen Ranglisten oben halten? Man kann z.B. die Analysen von Absolut Research kaufen, die mehrere Risikokennzahlen-Ranglisten anbieten, aber die sind nicht billig. Und es stellt sich dann die Frage, welche der Risiko-Ranglisten entscheidend für den Anleger ist.

Eine andere gute Methode, um attraktive Manager bzw. vielleicht sogar künftige Stars zu finden, ist das sogenannte Ranking Momentum: Ein Anbieter, der sich kontinuierlich in den Ranglisten nach vorne arbeitet, kann so schon identifiziert werden, bevor er oben ankommt. Zeichen sind dabei z.B. die bessere Dreijahres- als die Fünfjahres-, die bessere Jahres- als die Dreijahres- oder auch die bessere aktuelle im Vergleich zur Zwölfmonatsposition in Ranglisten. Ein Anbietervergleich über alle relevanten Fonds eines Anlagesegementes mit ihren durchschnittlichen Rankingverbesserungen wäre interessant.

## INSTITUTIONELLE SPARPLÄNE ERMÖGLICHEN INVESTMENTS IN NEUE FONDS

Institutionelle Investments in Fonds steigen seit einiger Zeit an. Trotzdem: Heute Investmentfonds zu verkaufen, ist gar nicht so einfach. Es gibt Ausnahmen: Fonds, die in den letzten drei bis fünf Jahren eine sehr gute Rendite hatten, die groß sind und deren Anbieter viel in Marketing investiert haben, verkaufen sich gut. Aber das sind nicht viele. Wofür bzw. womit kann man professionelle Investoren bzw. Einkäufer noch interessieren? Anleihe- bzw. Rentenfonds werden nicht mehr so stark nachgefragt. Grundsätzlich wird zwar inzwischen auch bei Anleihen externes Management genutzt. Allerdings sind die Zinsen bei Anleihen heute sehr gering, teilweise sogar negativ. Außerdem werden Zinssteigerungen und damit Wertverluste von Anleihen von als immer wahrscheinlicher angesehen.

Anders als früher kaufen institutionelle Anleger seit einigen Jahren auch vermögensverwaltende Fonds, meist solche mit defensiver Ausrichtung. Aber unter der

negativen Einstellung zu Anleihen leiden auch defensiv ausgerichtete Mischfonds bzw. vermögensverwaltende Fonds, die in der Regel hohe Anleihequoten haben.

Aktien sind in deutschen institutionellen Portfolios meist nur in einem relativ geringen Umfang vertreten und könnten daher grundsätzlich aufgestockt werden. Wenn man aber einen Aktienfonds anbietet, kommt sehr schnell die Frage, ob die Aktienmärkte nicht schon zu gut gelaufen seien und man mit einem Einstieg lieber noch warten sollte.

Immobilienfonds sind ebenfalls nicht leicht zu verkaufen, denn viele Investoren haben schon relativ hohe Anteile von Immobilien in ihren Portfolios. Deutsche Immobilien gelten derzeit als hoch bewertet, professionell gemanagte offene Immobilienfonds mit internationalem Immobilienfokus sind rar und geschlossene Immobilienfonds sind bei institutionellen Investoren nicht immer beliebt.

An Infrastruktur dagegen besteht grundsätzlich großes Interesse. Infrastrukturinvestments außerhalb des Bereiches erneuerbarer Energien sind bisher aber von den wenigsten Anlegern schon in wirklich großem Umfang umgesetzt worden. Das liegt unter anderem daran, dass direkte Infrastrukturprojekte auch für die meisten institutionellen Investoren zu kapitalintensiv sind und geschlossene Infrastrukturfonds bzw. Dachfonds sich noch keiner großen Beliebtheit erfreuen.

Und Rohstoffe wiesen in den letzten Jahren teilweise hohe Verluste auf. Dabei wäre es vielleicht eine gute Zeit, um antizyklisch in diese Anlageklasse zu investieren. Allerdings sind viele Rohstofffonds stark in den Energiesektor bzw. Öl allokiert. Und die Aussichten für Ölpreise sind vielen Analysten zufolge verhalten. Auch Agrarrohstoffe sollen es bei den meisten institutionellen Investoren heute aus sogenannter „responsible“ bzw. ESG-Sicht (Environment Social Governance) lieber nicht sein. Und Investments über Futures, die vorherrschende Investmentform für Rohstoffe, müssen auch nicht unbedingt sein. Zudem gibt es wenige Fondsanbieter, die institutionelle Rohstofffonds mit überzeugenden Performances im Angebot haben.

Von den oben genannten Anlageklassen erscheinen also nur Aktien als sowohl unterallokiert und gleichzeitig liquide. Aber viele institutionelle Investoren zögern mit ihren Investments, weil aus ihrer Sicht der Aktienmarkt aktuell überteuert sein könnte. Für solche Investoren bietet sich ein institutioneller „Sparplan“ an: Ratierliche Investitionen über einen gewissen Zeitraum hinweg.

Über Aktien kann auch man liquide und diversifizierte Immobilien- (Listed Real Estate), Infrastruktur- (Listed Infrastruktur) sowie Rohstoffaktienportfolios aufbauen. Der Zugang kann dabei direkt oder indirekt über bestehende Spezialfonds, die institutionelle Tranchen von Publikumsfonds oder über ETFs erfolgen.

Ob man aktiven Fonds oder ETFs den Vorzug gibt, ist dabei von mehreren Faktoren abhängig. Kosten spielen dabei nicht einmal die größte Rolle, da institutionelle Tranchen von Publikumsfonds oft nicht viel teurer sind als vergleichbare ETFs. ETFs haben Vorteile wie Risikostreuung und Transparenz, auch in Bezug auf ihre Handelsregeln. Andererseits sind sie oft überdiversifiziert und starr in ihren Regeln. Aus Anbietersicht sind ETFs bzw. Indexfonds vor allem deswegen ideal, weil sie meist keinen Track Record brauchen, damit sie verkauft werden können.

Aktive Publikumsfonds benötigen dagegen meist mindestens 3 gute Jahre, bevor sie gut verkaufbar sind. Zu dem Zeitpunkt müssen sie auch schon ein ausreichendes Volumen haben. Das kann oft nur über mühsamen Verkauf an kleinere Investoren erreicht werden, die nicht auf den drei Jahren Trackrecord und Mindestfondsgrößen bestehen. Oftmals kann man feststellen, dass diese sogenannten „Early Adopter“ eine bessere Rendite erreichen als die Investoren, die erst nach mehreren Jahren guter Performance einsteigen. Auch das spricht für institutionelle Sparpläne in junge und daher oft noch kleine Fonds.

## WIE KOMMT DAS NEUE IN DIE FONDS-WELT?

Die Assetmanagementbranche war und ist durchaus innovativ, auch in Deutschland: Fonds, Dachfonds, Hedgefonds, geschlossene Fonds, Zertifikate, ABS, MBS, ETFs, Smart-Beta, Fintech, Robo-Advisor sind - teilweise sehr aktuelle – Stichworte. Aber wie kommt man zu neuen Ideen? Auch für das Assetmanagement gilt wie für andere Bereiche auch: Viel lesen, viel diskutieren, viel testen und ständig hinterfragen.

Warum viel lesen? Es wird heute sehr viel publiziert. Man muss nicht alles selbst neu erfinden. Neue Anregungen bekommt man z.B. über gute Newsdienste. „Abnormal Returns“ ist eine besonders interessante Quelle und in Deutschland ist Absolut Research von Michael Busack und seinem Team besonders hilfreich. Beide haben den Vorteil, aktuelles Research aufzuführen und teilweise auch zu bewerten. Das erleichtert die Identifikation von interessanten Themen und die gezielte Suche nach weiterführenden Informationen. SSRN und Researchgate sind sehr gute Quellen für solche gezielten Suchen.

Warum sollte man erst nach dem Lesen diskutieren bzw. testen? Das ist der wissenschaftliche Anspruch: Erst kommt die Literaturanalyse, dann die Formulierung von Hypothesen, dann die Diskussion bzw. der Test. Tests sollten dabei sehr gezielt ausgeführt werden und kein Data Mining darstellen. Im Idealfall wird die Anzahl und der Inhalt der Testversuche genau dokumentiert. Dann kann man nachvollziehen, wie viele Varianten getestet wurden bevor der Anbieter zum Beispiel zu einem neuen Smart-Beta Ansatz kam.

Wenn man dem kritischen Rationalismus von Popper folgt, können dabei Hypothesen verworfen werden aber keine endgültig bestätigt werden. Man sollte also immer kritisch bleiben. Das führt auch zum Thema kontinuierlicher Verbesserungsprozess (KVP). Wenn man meint, noch etwas an seinen Investmentportfolios verbessern zu können, sollte man diesen Prozess am besten systematisch aktiv gestalten und nicht dem Zufall überlassen. So kann man sich als aktiver Manager zudem gut von den statischen sogenannten Smart Beta Ansätzen abgrenzen.

Da es das perfekte Portfolio meines Erachtens nicht gibt, kann man davon ausgehen, dass es sich um einen kontinuierlichen Prozess von verbesserten Hypothesen und weiteren Diskussionen bzw. Tests handeln wird. Gerade wenn ein Investmentportfolio zu gut läuft, hat man oft Angst vor weiteren Änderungen, weil man die gute Performance nicht gefährden will. Oft werden Argumente verwendet wie „der Kunde möchte nicht, dass wir permanent etwas verändern“ etc.. In der Vergangenheit hat es sich aber häufig gezeigt, dass Portfoliomanager, die sich auf ihren Lorbeeren ausruhen, nicht unbedingt dauerhaft gut bleiben. Der Kunde sollte verlangen, dass sich ein Portfoliomanager permanent und systematisch um die Verbesserung seiner Portfolios bemüht.



## GELDANLAGEINNOVATIONEN SIND EINFACHER, ALS GEDACHT

Es gibt bereits tausende von Investmentfonds, zunehmend mehr ETFs (Exchange Traded Fonds) und viele andere Produkte wie Zertifikate am Markt. Aber Regulierungs- und interne Anforderungen an neue Produkte nehmen zu und die Vermarktungskosten steigen an. Inzwischen können neue Fonds allein aufgrund von Restriktionen bei Depotbanken kaum noch gegründet werden, wenn nicht schon zu Beginn mindestens 10 Millionen Euro Anlagevolumen sicher sind. Und große Fondsanbieter erwarten oft ein Absatzpotential von mehreren hundert Millionen Euro, bevor sie ein OK für ein neues Produkt geben. Oft brauchen sie ein Jahr Vorlauf, um einen neuen Fonds zu starten. Es wird also immer schwieriger, echte Geldanlageinnovationen zu finden und erfolgreich an den Markt zu bringen. Anbei ein paar neue Innovationsbeispiele:

### **Neuproduktmoden**

Früher wurden Anlegern neue Fonds angeboten, um bei Umschichtungen von alten zu neuen Produkten mit Ausgabeaufschlägen und Vertriebsprovisionen Geld zu verdienen (siehe auch „Wie kommt das Neue in die Fondswelt“<sup>91</sup>). Mit MIFID II werden diese Kosten transparenter. Damit wird die Attraktivität neuer Produktangebote für Anbieter zurückgehen.

Allerdings gibt es immer noch Neuproduktmoden. Vor der letzten großen Finanzkrise wurden extrem viele Zertifikate erfunden, die für die Anbieter wohl oft ziemlich profitabel waren. Aktuell stehen neue ETFs im Vordergrund. Nachdem es für traditionelle Indizes genug und oft immer günstigere ETFs gibt, sind derzeit sogenannte Faktor- oder Smart-Beta ETFs populär. Anleger werden aber nach schlechten Rendite-Erfahrungen wie zum Beispiel mit dem vor Kurzem noch besonders hochgelobten Low-Volatility Faktor skeptischer.

### **Zeigen Robo-Advisors, dass weniger besser ist?**

Brauchen Anleger nicht eher weniger als mehr Produkte? Easyfolio und die meisten anderen Robo-Advisor genannten neuen Onlineportfolioanbieter bieten oft nur sehr wenige und sehr einfache Produkte an. Diese sind meistens nicht neu, sondern altbekannte mischfondsähnliche Portfolios auf Basis etablierter ETFs mit mehr oder weniger hohen Anteilen von Anleihen.

Robo-Advisors bringen also kaum Geldanlageinnovationen. Sie unterscheiden sich meistens kaum durch ihre Produktangebote. Sie versuchen daher, sich durch besonders gute Nutzungsfreundlichkeit oder besonders niedrige Kosten von Wettbewerbern zu differenzieren.

Eine besonders gute Nutzungsfreundlichkeit steht aber in einem gewissen Widerspruch zu hoher Transparenz. Wenn man Anlegern volle Transparenz bieten möchte, sollte man alle Anlageregeln offen legen. Das bedeutet aber viel Inhalt bzw. Text. Wer schon einmal eine Indexbeschreibung gelesen kann, kann das gut nachvollziehen. Alle nur denkbaren Fälle müssen vorab detailliert geregelt werden. Und an Transparenz mangelt es meines Erachtens auch bei dem einen oder anderen Anbieter einfacher Produkte. Zum Beispiel können Anleger selten nachvollziehen, warum sie in welche Risikoklasse eingeordnet werden und warum

---

<sup>91</sup> <http://prof-soehnholz.com/investment-fonds-verbessern-welt-systematischer-kontinuierlichen-verbesserungsprozess-kvp/>



ihnen bestimmte (oft hohe) Anteile von - angeblich risikolosen - Anleihen ins Depot gebucht werden.

### **Suche nach dem „most-passive“ Multi-Asset Portfolio**

Ich habe meine Firma Diversifikator gegründet, weil ich mit Geldanlageangeboten traditioneller Anbieter nicht zufrieden war und nicht, um einen weiteren Robo-Advisor zu gründen. Anfangs sollte das Produktangebot aber wie bei Robo-Advisors zwar auf nur wenige Produkte beschränkt aber nicht nur online angeboten werden.

Ich bin selbst überrascht, dass Diversifikator inzwischen sehr viele Portfolios im Angebot hat, obwohl jedes einzelne ziemlich einfach ausgestaltet ist. Ich bin vor allem erstaunt, weil weiterhin gilt, dass neben von (potentiellen) Kunden initiierten Portfolios nur solche Portfolios angeboten werden, die es bisher nirgendwo anders gibt.

Zunächst wollte ich für meine eigene private Geldanlage nur ein Produkt haben, das möglichst diversifiziert, günstig und liquide ist. Dazu bietet sich ein Portfolio aus ETFs an. Das Portfolio sollte möglichst passiv sein, da das Handelskosten niedrig hält und ich kein guter Prognostiker bin und auch niemanden kenne, bei dem ich wirklich gute Finanzprognosen kaufen kann. Und gute Prognosen sind die Basis für aktive Portfolios.

Daher bot es sich für mich an, ein Portfolio aus ETFs zu konstruieren, welches sich an der aggregierten Kapitalanlage aller Anleger weltweit („Weltmarktportfolio“) orientiert. Das gab es bis zur Gründung von Diversifikator nicht.

Zwar bin ich kein Anhänger von kapitalgewichteten Indizes, aber sie sind neben gleichgewichteten Indizes der natürliche Startpunkt für eine Allokation. Bei Multi-Asset Portfolios scheitert die Gleichgewichtung aber an der schwierigen Bestimmung der Anzahl bzw. der Abgrenzung von Anlageklassen (siehe z.B. Söhnholz/Burkert: Naive strategische Asset Allocation in Absolut Report 4/2008).

### **Verlustorientierte Risikoanpassung mir „Cash“ statt Anleihen**

Das Weltmarktportfolio (WMP) kann in Kombination mit sicheren Anlagen auf jede Risikotoleranz angepasst werden. Da ich Anleihen in Zeiten von allseits erwarteten Zinssteigerungen und Kreditausfallrisiken nicht als sichere Anlagen ansehe, habe ich „Cash“ als sichere Anlage gewählt. Das bedeutet aber auch, dass der Bedarf für zusätzliche Produkte geringer wird. Denn anstatt je eines „Mischfonds“ pro Risikoklasse reicht ein einziges Portfolio, das - je nach Risikotoleranz des Anlegers - mit mehr oder weniger „Cash“ kombiniert wird.

Anders als üblich wird die Risikotoleranz von Anlegern dabei nicht auf Basis von Schwankungen/Volatilität bestimmt, sondern auf Basis von Verlusttoleranz. Dazu wird auf Vergangenheitserfahrungen Bezug genommen, die auch die Finanzkrise 2008 umfassen.

### **Mehrere Ableitungen des Weltmarktportfolios (WMP)**

Das erste WMP (Basis) hat aber den Nachteil, dass relativ viele ETFs benötigt werden, um eine sehr breit diversifizierte Anlage umzusetzen. Um die Implementierungskosten für

Anleger gering zu halten bzw. auch Anlegern mit relativ geringen Test- bzw. Mindestanlagesummen eine Investmentmöglichkeit zu bieten, wurde zeitnah ein WMP S entwickelt, wobei S für Small steht. Diese Portfolio kommt aufgrund einiger Vereinfachungen (siehe „Diversifikator Asset Allokation und ETF Selektion“) mit nur noch 7 statt 18 ETFs aus.

Da ich schon relativ lange ein Anhänger von verantwortungsvollen Geldanlagen bin (siehe z.B. Söhnholz: Einsatz von ESG Faktormodellen zur Verbesserung von Aktienportfolios, in Absolut Report Nr. 6/2014), wurde zeitgleich auch ein ESG ETF-Portfolio (ESG steht für Environment, Social, Governance) nach der Logik der Weltmarktallokation aufgelegt. Auch dieses Portfolio war lange das Einzige seiner Art. Gleiches gilt für das Islamic ETF Portfolio, welches neben ESG-Kriterien zusätzlich Banken aus dem Portfolio ausschließt.

Die ersten fünf innovativen Portfolios waren entstanden. Aufgrund von Diskussionen mit potentiellen Anlegern und Vertriebs- bzw. Beratungspartnern folgten weitere Ableitungen des WMP: Ein WMP ohne Anleihen (WMP S ex Bonds), ein nur aus dem „Alternativen Teil“ des WMP bestehendes diversifiziertes „Alternatives ETF“ Portfolio, ein WMP aus besonders gut gerateten ETFs (WMP Stars), ein auf Ausschüttungen ausgerichtetes WMP (WMP Basis Income) und zwei mit Trendfolge gesteuerte WMPs (ESG ETF-Portfolio Trend und WMP Basis Trend).

Dadurch, dass diese als Musterportfolios aufgesetzt wurden, waren sie schnell und kostengünstig implementiert und können von Anlegern bei jeder Depotbank und damit auch in Bestandsdepots implementiert werden.

### **Zahlreiche ESG-Portfolios, die es bisher noch nicht gab**

Diversifikator war von Anfang an und damit wohl der erste deutsche „Robo-Advisor“, der auf das Business-to-Business Geschäft ausgerichtet war. Während die Weltmarktportfolios aufgrund ihrer konsequenten „most passive“ Ausrichtung zwar auf Interesse bei potentiellen Geschäftspartnern von Diversifikator stießen, wurde über das ESG ETF Portfolio am meisten diskutiert. Dabei stand lange die Frage im Vordergrund, ob ESG Investments ordentlich performen können, was inzwischen ziemlich klar zu sein scheint (siehe z.B. "Sehr gute pure ESG Performance"<sup>92</sup>), und ob es genug potentielle Nachfrage für solche ESG Produkte gibt. Während institutionelle Anleger bereits Wert auf ESG-Aspekte legen, ist das bei Privatanlegern bisher noch kaum der Fall.

Deshalb habe ich mich zunächst mit Portfolios für (semi-)institutionelle Anleger wie kleine Stiftungen beschäftigt. Dabei ging es nicht in erster Linie darum, die 0,3 bis 0,5% p.a. Kosten für die ETF Nutzung zu sparen, sondern um das Schließen von Produktangebotslücken. So spielen Infrastruktur- und Immobilienaktien seit Jahren eine wichtige Rolle in meinen privaten Portfolioallokationen. Bis zum Produktstart der entsprechenden ESG Aktienportfolios von Diversifikator zu Ende 2016 gab es aber meines Wissens keine ESG Produkte mit diesem Fokus. Im Zuge der Recherchen stellte sich dann für mich überraschend auch heraus, dass ich auch kein konsequent regelbasiert und damit transparent nach ESG Kriterien gebildetes Portfolio deutscher Aktien finden konnte. Daher habe ich das Deutsche Aktien ESG-Portfolio entwickelt.

---

<sup>92</sup> <http://prof-soehholz.com/sehr-gute-pure-esg-performance-und-diversifikators-regelaenderungen-fuer-2018/>

Diese drei Portfolios werden nach den gleichen Regeln gebildet, bei denen bis auf technische Kriterien (Liquidität etc.) und „Maximalverlust“ nur ESG Kriterien zur Portfoliobildung genutzt werden ("Pure ESG" Ansatz, zu allen Regeln siehe "Das Diversifikator Buch").

Die Diskussion dieser Portfolios mit potentiellen Interessenten führte dazu, dass Ende 2017 zahlreiche weitere ESG Portfolios nach vergleichbaren Regeln gebildet wurden. Damit hat Diversifikator wohl die breiteste Palette an ESG-Portfolios weltweit und viele der neuen Portfolios sind zudem weltweit einzigartig.

### **Schwierige Vermarktung trotz großer Potentiale für traditioneller Anbieter**

Ob sich das Angebot von Diversifikator bewährt, wird sich noch zeigen. Die Performances der Portfolios von Diversifikator sind jedenfalls bisher sehr vielversprechend.

Kooperationspartner zu finden ist jedoch - selbst für maßgeschneiderte bzw. White Label Angebote -, nicht so einfach. Banken, Vermögensverwalter, Versicherungen und andere potentielle Kooperationspartner scheinen sich in 2017 vor allem mit sich selbst und neuen Regulierungen wie Solvency II, PSD2 und MIFID II beschäftigt zu haben und 2018 stand bisher die DSGVO ganz oben auf der Agenda.

Wenn man einschlägige Publikationen verfolgt, scheinen inzwischen aber auch Privatkunden zunehmend an ESG Angeboten interessiert zu sein. Wenn aber traditionelle Banken und Vermögensverwalter genauso lange für die aktive Vermarktung brauchen wie für aktive ETF-Angebote, kann es noch einige Jahre dauern, bis Privatkunden aktiv ESG Portfolio angeboten werden.

Andererseits sind die Portfolios von Diversifikator eine sehr gute Möglichkeit für Kooperationspartner, Innovationen anzubieten. Mit diesen Portfolios können viele Aspekte umgesetzt werden: Günstige und transparente online- und ESG-Angebote, die mit grundsätzlich jeder Depotbank unter dem eigenen "Label" des Kooperationspartners umgesetzt werden können.

### **WIE SOLLTE MAN 3.000 EURO LANGFRISTIG ANLEGEN?<sup>93</sup>**

Um erfolgreich anzulegen, kommt es gerade bei einem relativ kleinen Betrag und einem langfristigen Anlagehorizont (Zinseszinsseffekt) vor allem auf [geringe Kosten<sup>94</sup>](#) an. Und weil Prognosen schwierig sind, sollte die Anlage breit gestreut werden. Daher sollte in kostengünstige Indexfonds (ETFs) angelegt werden, zumal „aktive Fonds“ typischerweise keine nachhaltige Outperformance liefern (s. [hier<sup>95</sup>](#)).

Ich würde den Betrag zu 100% in Aktien anlegen, denn in Bezug auf Anleihen bin ich skeptisch (aktuell teilweise negative Zinsen, Risiken von Kursverlusten bei steigenden

---

<sup>93</sup> Bewerbungsbeitrag für Comdirect Finanzblog Award 2018

<sup>94</sup> <http://prof-soehnholz.com/wichtige-investmentfondskosten-sind-oft-falsch/>

<sup>95</sup> <http://prof-soehnholz.com/verantwortungsvolle-geldanlage-kann-einfach-guenstig-und-gut-sein/>

Zinsen, Ausfallrisiken). Das Aktienportfolio sollte möglichst breit diversifiziert werden, also idealerweise auch Emerging Markets, [Immobilien](#)<sup>96</sup>– und [Infrastrukturaktien](#)<sup>97</sup> umfassen.

Obwohl sie etwas teurer sind, würde ich „verantwortungsvolle“ (ESG bzw. SRI) ETFs<sup>98</sup> nutzen, da diese nicht schlechter performen sollten als traditionelle ETFs. Einige dieser ETFs haben zudem den Vorteil, dass sie sehr hohe Allokationen zu einzelnen Aktien beschneiden („Capped“). [Gleichgewichtete ETFs](#)<sup>99</sup> wären mir noch lieber, aber die gibt es leider nicht.

Da ich Banken und hochverschuldeten Unternehmen als besonders riskant ansehe, würde ich mein Geld in „islamische“ ETFs anlegen, die solche Unternehmen vermeiden. Die Allokation orientiert sich an der aggregierten Anlage in Emerging Markets: 2.400 Euro in entwickelte (ISIN IE00B27YCN58) und 600 Euro in Entwicklungsländer (IE00B27YCP72) mit jährlicher Rebalanzierung auf dieses Ausgangsgewicht. Zur detaillierten Begründung siehe „Islamic ETF Portfolio“ in „Das Diversifikator Buch“ im Archiv auf [www.diversifikator.com](http://www.diversifikator.com).

## WERTPAPIERSELEKTION UND MIT FOKUS AUF FAKTORINVESTMENTS UND ESG

### SMART BETA BEDROHT VOR ALLEM SINGLE-ASSETKLASSEN PORTFOLIOMANAGER

Smart Beta kann man im engeren Sinn als regelbasierte und nicht-kapitalgewichtete Wertpapiergewichtung und im weiteren Sinn zusätzlich als regelbasierte Positions- bzw. Wertpapierselektion definieren. Die Ansätze sind oft wissenschaftlich basiert, haben sich teilweise in extensiven Backtests bewährt und sind meist transparent. Noch dazu scheint Smart Beta oft günstig angeboten zu werden. So gelingt es Smart Beta Anbietern, sogar ohne Track Record teilweise erhebliche Assets in relativ kurzer Zeit einzusammeln.

Smart-Beta Portfolios bzw. Fonds sind vor allem eine Konkurrenz für Assetklassenspezifische „aktive“ Fonds bzw. Manager, weniger für Multi-Asset Ansätze.

Sogenannte aktive Portfoliomanager haben selten volle Handlungsfreiheiten. Das findet man vielleicht bei Managern, die nur ihr eigenes Geld managen. Selbst nur wenig regulierte Hedgefondsmanager, die fremdes Geld managen, unterwerfen sich selbst bestimmten Regeln, anders wird es ihnen kaum gelingen, externe Investoren für sich zu gewinnen.

Der überwiegende Teil der Portfoliomanager arbeitet in einem stark regulierten Umfeld. Die meisten dieser Manager sind bei großen Anbietern angestellt. Die wenigsten von ihnen werden ihre Fonds selbst entwickelt haben, sondern sie übernehmen oft bereits bestehende

---

<sup>96</sup> <http://prof-soehnholz.com/immobilienaktien-reits-diversifikation-anlageklasse/>

<sup>97</sup> <http://prof-soehnholz.com/infrastruktur-aktien-zugang-anlageklasse-diversifikation/>

<sup>98</sup> <http://prof-soehnholz.com/pureesg-ist-besser-als-smartesg/>

<sup>99</sup> <http://prof-soehnholz.com/faktor-etfs-gut-fuer-anbieter-schlecht-fuer-anleger-ein-plaedoyer-fuer-gleichgewichtete-benchmarks-und-faktordiversifikation/>

Ansätze. Die überwiegende Zahl der Fonds ist benchmarknah ausgerichtet. Das liegt daran, dass Assetmanager sich vor allem vor zu starken Benchmarkabweichungen fürchten bzw. institutionelle Anleger, die die meisten Assets anlegen, nur geringe Benchmarkabweichungen (Tracking Error) tolerieren.

Statistisch können nur sehr wenige „aktive“ Fonds ihre Benchmarks dauerhaft schlagen. Aber auch nur sehr wenigen Managern von Fonds mit größeren Freiheiten gelingt es, dauerhaft besser als die Benchmark bzw. ihre Wettbewerber zu sein.

Indextracker-Fonds mit ihren oft geringen Kosten sind daher eine ernste Konkurrenz für viele aktive Fondsmanager. Bisher hatten die aktiven Manager aber oft noch bessere Marketing-„Stories“. So gibt es Value-, Growth-, Small-Cap, Momentum- und Volatilitätsspezialisten, die mit ihren Ansätzen die klassischen Benchmarks schlagen wollten. Das ist zumindest in Backtests und periodenweise auch im Livebetrieb dem einen oder anderen Ansatz auch gelungen. Schon bisher war es aber so, dass Faktoranalysen gezeigt haben, dass auch auf Faktoren fokussierte „aktive“ Fondsmanager kaum dauerhaft Outperformance gegenüber ihren Faktorbenchmarks generieren konnten. Und jetzt gibt es relativ günstige Smart-Beta Index bzw. Faktor-Produkte für Value-, Low-Vola etc.. Smart-Beta Produkte werden daher künftig kaum von aktiven Managern outperformt werden.

Dabei hat Smart-Beta die zusätzlichen Vorteile, voll regelbasiert, prognoseunabhängig und grundsätzlich transparent zu sein. Allerdings sind Smart-Beta Produkte meist stark diversifiziert und inflexibel. Es gibt normalerweise keine Mechanismen, die Regeln zu ändern, selbst wenn bessere Erkenntnisse aus der Praxis, aus der Wissenschaft oder aus neuen Ideen und Backtests vorliegen.

Genau das erscheint die Lücke für den künftigen aktiven Fondsmanager zu ergeben. Um es mit Smart-Beta aufzunehmen, kann er auch voll regelbasiert, prognosefrei und transparent agieren. Seine Hauptrolle sollte aber in der permanenten Überprüfung und Weiterentwicklung der Regeln liegen. Das ist anspruchsvoll und zeitaufwändig. Verständnis wissenschaftlicher Untersuchungen bzw. der Strategien erfolgreicher internationaler Wettbewerber und deren sorgfältige Überprüfung erfordern viel Knowhow, Zeit, gute Daten und Systeme. Fundierte Regeländerungen werden daher nicht sehr häufig vorkommen. Gute Regeln ermöglichen es aber, auch konzentrierte Portfolios anzubieten, die eher Outperformancechancen bieten als stark diversifizierte Portfolios. Das Profil eines solchen Portfoliomanagers nähert sich daher dem Profil eines Researchers an. Der entscheidende Unterschied liegt in dem Umfang, in dem der Portfoliomanager künftig Regeländerungen beeinflussen kann.

In Bezug auf Multi-Assetprodukte ist die die Smart-Beta Konkurrenz für nicht so stark. Das liegt daran, dass es – anders als bei Single-Asset Erfolgsfaktoren wie „Value“ – keine anerkannten Indizes bzw. Fondsuniversen gibt, an denen man sich orientieren kann. So wird ein Single-Assetklassen Value-Produkt normalerweise in Bezug zu einem traditionellen Index oder eindeutigen Wertpapieruniversum gebildet. Die Regel kann z.B. lauten, dass aus einem traditionellen Index oder aus allen deutschen Aktien nur die Aktien mit den besten Value-Bewertungen selektiert werden. Zwar können Methoden der Value-Bestimmung und auch Gewichtungsmethoden voneinander abweichen, aber trotzdem sind die Smart-Beta Ansätze gut untereinander und mit „aktiven“ Value Fonds vergleichbar.

Es gibt aber keine anerkannten Multi-Asset Indizes bzw. Universen. Multi-Asset Smart-Beta gibt es z.B. in Form von Risk-Parity oder Best-of-2 Ansätzen. Dabei werden typischerweise Aktien und Anleihen als Universen genutzt. Allerdings gibt es keinen anerkannten Welt-Anleiheindex bzw. einheitliches Universum, auf die sich solche Ansätze beziehen können und andere Anlageklassen werden ausgeklammert oder mehr oder weniger willkürlich hinzugenommen. Damit werden Multi-Asset Smart Beta Produkte zu Produkten, bei denen zumindest die Selektion des Anlageuniversums recht willkürlich bzw. aktiv ist. So werden auch Produktvergleiche schwierig und es können sich kaum anerkannte Multi-Asset Smart-Beta Benchmarks bilden.

Und Smart Beta, welches meist über ETFs angeboten wird, hat Vermarktungsnachteile. Schon einfache ETFs sind erklärungsbedürftig: Warum wird welcher Index verwendet? Warum wird welche Replikationsmethode verwendet? Wie ist die Tracking Differenz zu erklären? Ist die Liquidität jederzeit gewährleistet? Für Smart Beta ETFs müssen zusätzlich die smarten Regeln erklärt und begründet werden.

Bisher werden aber selbst normale ETFs kaum an Privatanleger verkauft, insbesondere nicht für langfristige Kapitalanlagen. Das liegt vor allem daran, dass ETFs keine Vertriebsprovisionen zahlen können. Und auch Smart-Beta ETFs können keine Vertriebsprovisionen zahlen. Welcher Berater, außer den Smart-Beta Anbietern selbst, wird dann Smart Beta verkaufen? Smart Beta Dachfonds dagegen können Provisionen zahlen. Sie sind aber eher aktiv als passiv. Und auch Honorarberater könnten Smart Beta einsetzen. Honorarberatung befindet sich in Deutschland aber immer noch in den Kinderschuhen.

Aktives Management hat daher vor allem in Bezug auf Multi-Asset Ansätze eine Zukunft während Single-Asset Ansätze bedroht sind, besonders wenn die von Anbieterprovisionen unabhängige Beratung stark zunimmt.

## GUTE FAKTORINVESTMENTS SIND SCHWIERIG

Anfang 2015 gibt es in den USA schon über 350 Smart Beta bzw. Faktor ETFs und ca. 20% der ETF-Netto-Zuflüsse fließen in solche Produkte<sup>100</sup>.

Hier sind einige Fragen für faktorbasierte Investments:

- Welche Faktoren sollen ins Portfolio aufgenommen werden: Die drei ursprünglichen Fama French Faktoren, zusätzlich Momentum (s. Carhart), die vier Faktoren von Hou/Xue/Zhang oder die fünf Faktoren des relativ neuen Modells von Fama French oder die sechs Faktoren, die der Staatsfonds von Singapur nutzt oder noch andere Faktoren<sup>101</sup>?
- Wie sollen sie ins Portfolio aufgenommen werden: Long, Long/Short, mit oder ohne Leverage?
- Wie sollen sie angewendet werden: Individuell oder kombiniert, parallel oder sequentiell, wie sind die Gewichtungs- und Rebalanzierungsregeln?

<sup>100</sup> Eine wichtige Quelle für diesen Abschnitt ist Cocoma/Czasonis/Kritzman/Turkington: Facts about Factors, Arbeitspapier (2015)

<sup>101</sup> Siehe dazu auch den Abschnitt „Multi-Faktorallokation versus klassische Asset-Allokation“



Nehmen wir an, dass nur Faktoren im Portfolio berücksichtigt werden sollen, die sich in wissenschaftlich durchgeführten Rückrechnungen bewährt haben sind und vergessen wir, dass es zumindest nach Poppers kritischem Rationalismus eigentlich keine solchen Bestätigungen geben kann. Dann tauchen bei aktuellen Recherchen folgende Faktoren auf: Value, Small Cap (inzwischen besonders oft skeptisch betrachtet), Qualität, Investment, Profitabilität, Momentum und Volatilität. Das sind alles Aktienfaktoren. Faktoren, die andere Assetklassen betreffen, sind bisher relativ wenig untersucht worden.

Untersuchungen zeigen, dass diese Faktoren offenbar in einigen Regionen „funktionieren“, allerdings auch nicht immer, und in anderen Regionen sogar nur selten. Getestet wird meist die sogenannte akademische Long/Short Variante, also die besten Value-Aktien eines werden „long“ gekauft und die schlechtesten leerverkauft. Die Umsetzung von Leerverkäufen ist aber für viele Investoren aus aufsichtsrechtlichen, internen oder umsetzungstechnischen Gründen – z.B. für wenig liquide Aktien – nicht in ausreichendem Umfang möglich bzw. sinnvoll. Reine Long-Portfolios der „guten“ Faktoren bringen aber meist wesentlich geringere positive Effekte für ein Portfolio als die Long/Short Varianten.

Eine mögliche Alternative zu auf Einzelaktien basierenden Portfolios für Anleger sind Long-Only (sogenannte Smart Beta) Faktor ETFs. Wenn man gute Weltaktienvalue-ETFs oder Weltaktien-Small-Cap ETFs etc. kaufen könnte, dann würde man hunderte der – nach Definition des Anbieters – besten Value, Small-Cap, Low-Volatility etc. Aktien ins Portfolio nehmen. Andernfalls muss man meist Regionen- oder länderspezifische Faktor-ETFs kaufen und diese zu einem Portfolio kombinieren, denn es gibt bisher nur einige globale Faktor-ETFs. Ob das gute Portfolios ergeben würde, ist nicht klar: Welche Länderallokation resultiert daraus, welche Währungsabhängigkeiten und welche Sektorenabhängigkeiten etc.? So gibt es Untersuchungen die zeigen, dass manche Faktorportfolios zu hohen Branchenabhängigkeiten führen können.

Wozu ich noch gar kein Research gesehen habe ist die Frage, welche Rolle die Anwendungsreihenfolge der Faktoren führt. Wenn man z.B. besonders viel von den Faktoren Value, Small Cap und Low-Volatilität hält, könnte man alle guten Value, alle Small Cap und alle Low-Vola-Aktien weltweit kaufen. Das ist aber besonders für Umschichtungen sehr aufwändig und bietet sich nur für sehr große Anleger an. Wenn man beispielsweise maximal 100 Aktien im Portfolio haben möchte, könnte man zunächst die Allokation zu den Faktoren bestimmen. Danach kann man dann bei z.B. 3 relevanten Faktoren die jeweils 33 besten Aktien kaufen.

Alternativ kann man sich mehrere Faktor-ETFs kaufen. Im Small Cap ETF werden aber auch Growth-Wertpapiere sein, im Value-ETF auch Large Caps. etc.. Für ein ideales Faktorportfolio muss man daher weitere Entscheidungen treffen. So könnte man die 99 besten Aktien kaufen, die nach allen 3 Kriterien bewertet werden und welche die besten 3-Faktoren Scores haben. Auch andere Regeln sind möglich, z.B. sequentielle Filter wie Auswahl der tausend besten Value Aktien und daraus dann die mit der geringsten Kapitalisierung und so fort. Die so generierten Faktor-Portfolios werden sich wahrscheinlich erheblich unterscheiden.

Und wie werden die selektierten Aktien dann im Portfolio gewichtet bzw. rebalanziert? Es gibt Analysten die meinen, dass ein erheblicher Teil von angeblicher Faktor-Outperformance gegenüber kapitalgewichteten Indizes durch Rebalanzierungen erklärt werden kann. Wenn

man bedenkt, dass Kapitalgewichtungen, zumindest nach den meisten mir bekannten Untersuchungen, fast allen anderen Gewichtungsregeln unterlegen sind, sollte man potentielle Outperformance von Faktorinvestments zunächst einmal mit unterschiedlichen nicht kapitalgewichteten Benchmarks vergleichen.

Was sich zunächst sehr überzeugen anhört und oft als wissenschaftlich basiert verkauft wird, ist also immer von zahlreichen Entscheidungen abhängig. Das gilt besonders für Multi Faktor Portfolios. Diese Entscheidungen und auch die Gründe für diese Entscheidungen sollten transparent gemacht werden. Das kann relativ schnell komplex werden. Multi Faktor ETFs sind daher ähnlich wie Multi Asset ETFs eine eher geringe Bedrohung für sogenannte aktive Manager. Viel wichtiger erscheint die Analyse von Faktorabhängigkeiten klassischer Portfolios, wie sie, inklusive Analyse nicht-linearer Zusammenhänge, schon viele Jahre zur Beurteilung von Hedgefonds verwendet werden.

## SIND FAKTOR- BZW. SMART-BETA ETFs GUT FÜR ANBIETER ABER SCHLECHT FÜR ANLEGER?

Institutionelle deutsche Anleger legen seit einiger Zeit relativ viel Geld in Faktor- bzw. Smart-Beta ETFs an. Wichtige Argumente dafür sind die angeblich erwiesene Outperformance von klassischen Benchmarks und günstige Kosten im Vergleich zu „aktiven“ Fonds.

Die statistische Outperformance von klassischen Benchmarks ist umso erstaunlicher, weil bekannt ist, dass aktive professionelle Fondsmanager diese klassischen Benchmarks meist nicht schlagen können. Wenn diese Manager einfache Smart-Beta bzw. Faktorstrategien angewendet hätten, hätten sie diese Benchmarks aber relativ einfach schlagen müssen. Warum haben sie das nicht getan? Waren ihnen diese Strategien zu einfach und hatten sie Sorge, ihre Gebühren nicht rechtfertigen zu können? Oder haben sie versucht einfache Faktorstrategien umzusetzen, damit aber keine guten Anlageergebnisse erreicht?

Unter klassischen Benchmarks sind vor allem kapitalgewichtete Indizes zu verstehen. In den meisten uns bekannten Studien die verschiedene Faktor-Indexmethoden vergleichen, schneiden kapitalgewichtete Indizes am schlechtesten ab, zumindest in Bezug auf Rendite und Sharpe-Ratios, also risikoadjustierte Renditen. Die vom jeweiligen Autor der Studie präferierte Gewichtungsmethode schneidet in der Regel am besten ab (oder wird deshalb präferiert). Allerdings unterscheidet sich die präferierte Methode von Autor zu Autor oft stark und selbst bei ähnlich lautenden Indizierungsmethoden wie „Low Risk“ wird „Low Risk“ oft unterschiedlich definiert.

Interessanterweise schneiden in solchen Vergleichsstudien gleichgewichtete Aktienportfolios fast immer gut ab. Als Small Cap und Value noch gut liefen, wurde das auf eine Small Cap oder Value Übergewichtung von gleichgewichteten im Vergleich zu kapitalgewichteten Indizes zurückgeführt. Das gute Abschneiden von Gleichgewichtung ist aber auch in Phasen festzustellen, in denen Small Cap oder Value nicht gut laufen.

Es gibt aber relativ wenige gleichgewichtige ETFs. Warum ist das so? Haben auch ETF-Anbieter einen Anreiz, eher komplexere Strategien anzubieten, z.B. weil gleichgewichtete

Anlagen sich nicht so attraktiv anhören wie „wissenschaftlich basierte“ komplexere Strategien?

Faktor-ETFs nutzen aber nicht nur andere Gewichtungen als Kapitalgewichtungen, sondern zum Teil auch andere (regelbasierte) Titel-Selektionsmethoden. Ich habe bewusst noch keine Studie gesehen, welche die Outperformance von Faktor-Ansätzen nach Gewichtungs- und nach Selektionsbeiträgen trennt. Ich habe auch noch keine Faktor-ETFs gesehen, die sich an gleichgewichteten Benchmarks messen. Ich vermute, dass das Ergebnis enttäuschend sein würde und Gleichgewichtung einen erheblichen Teil von angeblicher Faktor-Outperformance gegenüber kapitalgewichteten Indizes erklären kann.

Anleger möchten zudem auf Faktoren setzen, die künftig outperformen. Verlässliche Faktorperformance und -risikoprognosen sind aber sehr schwierig. Studien zeigen, dass mit dem Bekanntwerden von angeblicher vergangener Faktoroutperformance diese relativ schnell und fast vollständig verschwinden kann. Vergangene Faktor-Outperformance ist also keine gute Indikation für künftige Faktor-Outperformance. Und Multi-Faktor Anlagen erhöhen die Single-Faktor Probleme nur.

Anleger können trotzdem vom Faktor-ETF Trend profitieren. So ist es sinnvoll, Faktoranalysen seiner Bestandsportfolios zu machen. Teure Faktorabhängigkeiten z.B. in Form von Hedgefonds-Investments kann man, wenn deren Faktorabhängigkeiten im Zeitablauf relativ stabil sind, durch wesentlich billigere Faktor-ETFs ersetzen. Und wenn man an Faktortiming glaubt, kann man das selbst mit Faktor-ETFs umsetzen oder an einen Manager delegieren, der niedrigere Gebühren als Hedgefondsmanager verlangt.

In Ermangelung guter Faktorprognosefähigkeiten sollte man eine möglichst breite Faktordiversifikation in seinem Portfolio anstreben. Der konzeptionell überzeugendste Ansatz ist es, ein Portfolio möglichst günstiger klassischer ETFs oder Indexfonds zu bilden. Dann wird die Faktordiversifikation dieses Portfolios gemessen. Wenn man Faktorabhängigkeiten des Portfolios ändern möchte, kann man dafür durchaus Faktor-ETFs einsetzen. Dafür braucht man allerdings idealerweise auch Short-Faktor ETFs oder entsprechende Faktor-Derivate, die noch ziemlich selten angeboten werden. In Anbetracht der Vielzahl möglicher Faktoren stellt sich bei diesem Ansatz vor allem die Frage, welche Faktoren man im Portfolio in welcher Höhe minimal oder maximal berücksichtigt haben möchte.

Um kapitalgewichtete Indizes dauerhaft zu schlagen, bieten sich am ehesten gleichgewichtete Portfolios an, bei denen man allerdings auf geringe Implementierungs- bzw. Rebalanzierungskosten achten sollte.

## TAXONOMIE VERANTWORTUNGSVOLLER GELDANLAGEN: PRAXISORIENTIERTER VORSCHLAG

Anleger und Berater kritisieren zurecht, dass eine praxistaugliche Taxonomie bzw. Klassifizierung für verantwortliche Geldanlagen fehlt bzw. dass die Konzepte verantwortungsvolle, nachhaltige, Impact, ESG (Environmental, Social, Governance), SRI (Socially responsible investment) Investments etc. nicht eindeutig definiert werden (zur Bedeutung s. [hier](#)<sup>102</sup> und [hier](#)<sup>103</sup>). Daher ist es bisher schwer, unterschiedliche Angebote

---

<sup>102</sup><http://prof-soehnholz.com/verantwortungsvolle-geldanlage-interessante-veroeffentlichungen/>

miteinander zu vergleichen. Hier ist ein [Vorschlag](#)<sup>104</sup>, der soeben von der Deutschen Vereinigung für Finanzanlage und Asset Management e.V. vorgelegt wurde und dessen Co-Autor ich bin. Darin sind die Kernbegriffe definiert und Operationalisierungen ermöglicht. Das Dokument der DVFA, das auch in Englisch erhältlich ist, beinhaltet zusätzlich ausführliche Begründungen für das gewählte Vorgehen.

## **Teil 1: Begriffsklärungen/Taxonomie**

### **Verantwortungsvolle Investments**

„Verantwortungsvolle Investments“ („Responsible Investments“ in Englisch) ist der von uns genutzte Oberbegriff. Verantwortungsvolle Investments umfassen alle drei Dimensionen Ökologie, Soziales und Unternehmensführung/Governance.

### **Nachhaltige Investments**

Es gibt verschiedene Ausprägungen verantwortungsvoller Investments. „Nachhaltige“ („Sustainable“ in Englisch) Investments umfassen die Kategorien Umwelt und Soziales. Sie berücksichtigen jedoch üblicherweise keine Unternehmensführungskriterien.

### **Socially Responsible Investments (SRI)**

Der Begriff „Socially Responsible Investments“ (SRI) sollte – anders als bisher – künftig für die soziale Dimension genutzt werden.

### **ESG Portfolios**

ESG-Portfolios nehmen nur Wertpapiere auf, die nach spezifischen E, S und G Ratings nicht zu den schlechtesten gehören.

### **Ausschlussportfolios**

Ausschlussportfolios schliessen spezifische Investment explizit aus, wie z.B. Streubomben.

### **Ethische Portfolios**

Ethische Portfolios umfassen Bestandteile, die nach ethischen (oft religionsabhängigen) Kriterien selektiert werden.

### **Themenportfolios**

---

<sup>103</sup> <http://prof-soehholz.com/esg-regulierung-von-consultants-und-mehr-aufklaerung-von-anlegern-sind-sinnvoll/>

<sup>104</sup> <http://www.dvfa.de/fileadmin/downloads/Verband/DVFA-Verantwortungsvolle-Geldanlagen-2018-09-25.pdf>

Themenportfolios beinhalten Wertpapiere, die „verantwortungsvollen“ Themen wie „erneuerbare Energien“ zugeordnet werden können.

## **Impactinvestments**

Impactinvestments versuchen aktiv Änderungen zu bewirken. Sie beziehen sich oft nur auf eine der Kategorien E, S oder G. Philanthropische Aktivitäten haben typischerweise ausschließlich nicht-finanzielle Ziele und werden daher nicht als „Investments“ angesehen und hier nicht thematisiert. Impactinvestmentangebote haben oft geringe Renditeanforderungen als andere der hier genannten Investmentkategorien weil sie partiell philanthropische Ziele verfolgen.

## **Begriffskombinationen**

Begriffe können kombiniert werden. Z.B. sind „Impact ESG“ Portfolios solche, die beiden Anforderungen genügen und „ESG Ausschlußportfolios“ nutzen „positiv“ ESG Selektionskriterien und „negativ“ zusätzlich Ausschlüsse.

## **Teil 2: Operationalisierung der Taxonomie**

### **Ausschlüsse**

Ausschlußportfolios (Exclusion-Portfolios): Es sollten alle Ausschlusssegmente präzise aufgeführt werden, auch die Anzahl der Ausschlußsegmente. Es sollte idealerweise genannt werden, wie viel Prozent von einem zulässigen Vergleichsindex (z.B. Weltaktien bei einem globalen Aktienportfolio) zum Prüfungszeitpunkt ausgeschlossen werden. Es gibt keine Mindestanforderungen an die Zahl der Ausschlüsse.

Ausschluss von Assets aus einem Portfolio bedeutet grundsätzlich, dass keine Mindestgrenzen zulässig sind („0% Regel“). Das heißt, dass es künftig nicht zulässig sein wird, mit dem Label „Ausschluss“ zu werben, wenn z.B. 5% vom Umsatz mit „ausgeschlossenen“ Bereichen erzielt werden dürfen. Neben Umsätzen können – falls besser passend bzw. verfügbar – auch Unternehmensergebnisse oder andere Maßgrößen herangezogen werden, die aber transparent gemacht werden müssen. Dabei müssen nur vom Emittenten „berichtete“ bzw. aus anderen Quellen mit vertretbarem Aufwand beschaffbare Informationen berücksichtigt werden.

Außerdem können Handels- und Dienstleister anders als Produktionsunternehmen behandelt werden. So haben breit aufgestellte Einzelhandelsunternehmen typischerweise alkoholische Produkte im Angebot. Sie sollen deshalb aber nicht unbedingt aus einem breit gestreuten Portfolio ausgeschlossen werden, selbst wenn dieses Alkoholproduzenten explizit ausschließt. Solange marktführende Datenanbieter die entsprechenden Daten (noch) nicht zu vertretbaren Kosten liefern können, sind weiterhin Mindestgrenzen zulässig. Dabei darf maximal 5% des Umsatzes bzw. der relevanten Maßgröße eines Emittenten im ausgeschlossenen Bereich erfolgen. Auf diese Ausnahmen von der 0%-Regel muss hingewiesen werden.

Ethische (christliche, islamische etc.) Portfolios fallen typischerweise unter Ausschlussansätze.

Es kann auch aufgeführt werden, wie viele Segmente ausgeschlossen werden. Anbei die Liste der typischen Ausschlüsse :

- Waffen (Produktion und Handel)
- Menschenrechtsverletzungen
- Arbeitsrechtsverletzungen
- Glücksspiel
- Korruption und Bestechung
- Tabak
- Pornografie
- Alkohol
- Kernenergie
- Umweltzerstörung

Weitere anerkannte Ausschlusssegmente:

- Fossile Energien
- Todesstrafe
- Pharmazie
- Rindfleisch/Kuhmilchproduktion

### **Impact und Themen-Portfolios**

Impact-Portfolios: Es muss angegeben werden, welche und wie viele UN Global Compact Sustainable Development Goals (SDG) mit dem Portfolio realistisch angestrebt werden. Alle Wertpapiere in einem Impact-Portfolio müssen mindestens einem Ziel der SDG dienen.

Themenportfolios wie „Erneuerbare Energien“ bzw. „Green Bonds“ müssen 100% – mit Ausnahme von Cash – in Wertpapiere bzw. Projekte der jeweiligen Themen anlegen.

### **ESG Portfolios**

Portfolios, die nicht mindestens die schlechtesten 10% nach E, S und G (separat) ausschließen (Best-in Universe Betrachtung bezogen auf alle Daten des jeweiligen Datenanbieters), dürfen nicht als ESG Portfolios bezeichnet werden.

Begründung: ESG-Ratings können unterschiedlich ausgestaltet werden. ESG-Scoring erfolgt aber selten für ein komplettes Universum von Wertpapieren, sondern oft vorwiegend für tendenziell höher kapitalisierte Unternehmen. Höher kapitalisierte Unternehmen haben mehr Ressourcen aber auch mehr Anreize, sich nach ESG-Kriterien gut zu positionieren. Es ist zudem zu erwarten, dass die schlechtesten Wertpapiere nach ESG-Kriterien bei den unterschiedlichen Ratinganbietern sich weniger unterscheiden werden, als Wertpapiere, die von Ratingagenturen das Urteil „durchschnittlich“ erhalten. Beide Argumente sprechen dafür, nur zu verlangen, dass die schlechtesten Wertpapiere systematisch ausgeschlossen werden müssen.

In einem breit gestreuten Portfolio (z.B. Weltaktien), können ohne nennenswerte Diversifikationsverluste auch strengere Mindestanforderungen, z.B. Ausschluß der



schlechtesten 25%, angestrebt werden. Bei kleineren Anlageuniversen, z.B. deutschen Mid-Cap Aktien, würde der Ausschluß der schlechtesten 25% des Ratinganbieters jedoch möglicherweise zu sehr kleinen zulässigen Anlageuniversen führen.

Es können zusätzlich die Mindestanforderungen an E, S und G angegeben werden, die für E, S und G jeweils unterschiedlich ausfallen können, z.B. mit „Top 90%“ (Minimum) bis z.B. „Top 50%“. Top 90% bedeutet dabei, dass nur die schlechtesten 10% nach E, S und G Scores ausgeschlossen werden.

Wenn nur E oder S oder G Scores verwendet werden, können die Portfolios entsprechend aufgesetzt werden, z.B. Top 25% E-Score heisst, dass nur die besten 25% nach E-Score ins Portfolio kommen, unabhängig von S und G Scores.

Grundsätzlich sollten zusätzlich auch die durchschnittlichen Scores der jeweils angebotenen Portfolios getrennt nach E, S und G-Score genannt werden.

### **SRI-Portfolios**

SRI (Socially Responsible Investment) sollte nur als Bezeichnung genutzt werden dürfen, wenn das Portfolio ganz überwiegend auf die „S“ Dimension von ESG Ratings ausgerichtet ist und kein Titel im Portfolio enthalten ist, der von Ratingagenturen zu den schlechtesten 10% aller Titeln beurteilt wird.

### **Kontroversen**

„Kontroversen“ können zusätzlich genutzt werden, sollten sich aber normalerweise auch in den E, S und G Scores widerspiegeln. Die genutzte Informationsquelle für Kontroversen sollte genannt werden.

### **„Best-In-Class/Universe“ Portfolios**

Bei Best-in-Universe Ansätzen kann angegeben werden, wo die Mindestgrenze liegt, z.B. E, S und G Score Top 75%.

Analoge Voraussetzungen gelten auch für CO2 Scores, Tender-Anteile etc. für Portfolios, die auf solche Kriterien Bezug nehmen.

Best-In-Class Portfolios müssen ebenfalls die 10% schlechtesten Positionen des Gesamtuniversums nach E, S und G ausschließen, um als verantwortungsvoll bezeichnet werden zu dürfen. Sie können jedoch unterschiedliche Mindestscores (oberhalb der 10% schlechtesten Positionen) für unterschiedliche Anlagesegmente/Classes setzen.

### **Momentum-, Progress-, Voting- bzw. Engagement-Portfolios**

ESG-Momentum- bzw. ESG-Progress-Portfolios müssen ebenfalls mindestens die 10% schlechtesten nach E, S und G ausschließen, ebenso wie „ESG-Voting- bzw. aktive Anteilseigner-Ansätze“, die auf aktive Verbesserungen durch Stimmrechtsausübung setzen.

## **Systematische ESG-Portfolios und Portfolios, die ESG-Kriterien etc. berücksichtigen**

Portfolios die Positionen enthalten, die kein ESG-Rating haben oder die zu den schlechtesten 10% bei E, S oder G gehören, dürfen nicht als ESG Portfolios bezeichnet werden. Diese Definition kann bedeuten, das viele heute unter dem Stichwort „ESG-Integration“, „Best-In-Class“ oder „Momentum“ angebotenen Portfolios ohne Anpassungen an die o.g. Regeln nicht mehr als ESG-Portfolios bezeichnet werden dürfen.

Andererseits ist es weiterhin zulässig damit zu werben, dass ESG-Kriterien für die Wertpapierselektion und/oder -Gewichtung verwendet werden, selbst wenn nicht alle o.g. Regeln eingehalten werden und das Portfolios insgesamt nicht als ESG, SRI, nachhaltig etc. bezeichnet werden darf.

### **Datenanbieter und Ratings**

„Zulässige Datenanbieter“ müssen mindestens je 10 ESG Kriterien pro Kategorie E, S und G und damit mindestens 30 insgesamt pro Wertpapier berücksichtigen und mindestens die Top 25% Wertpapiere nach Markkapitalisierung des jeweiligen Universums (z.B. Aktien Welt, Deutschland etc.).

Interne Ratings die den gleichen Kriterien genügen sind zulässig, gerade auch weil nur so grundsätzlich alle Marktsegmente wie z.B. Small-Cap Portfolios als ESG-Portfolios umsetzbar sind.

Alle Kriterien müssen mindesten ein Mal pro Jahr systematisch überprüft werden.

### **Zusammenfassende Taxonomie an einem [Beispiel](#)<sup>105</sup>**

Portfolioangebote kann man anhand der o.g. Kriterien wie folgt klassifizieren (Beispiel [Diversifikator](#) Deutsche Aktien ESG Portfolio):

- 1) Underlyings: Börsennotierte Aktien
- 2) Anlagefokus: Deutsche Mid und Large Caps
- 3) Ausschlußkategorien aus DVFA-Liste: 10 (die Ausschlußkategorien und der Ausschlussanteil an einem Weltaktienindex können genannt werden)
- 4) ESG-Minimum: Ausschluß der schlechtesten 25% aller Titel nach E, S und G
- 5) Progressansatz: Nein
- 6) Datenanbieter: Thomson Reuters und eigene Analysen
- 7) E, S, G Ratings: Thomson Reuters
- 8) Überprüfung/Aktualisierung der Ausschlüsse und ESG-Kriterien: Jährlich
- 9) Nicht-ESG Kriterien: Größe und Liquidität von Positionen

---

<sup>105</sup><http://prof-soehnholz.com/ein-robo-advisor-mit-esg-fokus-und-ohne-us-vorbild/>

## ESG-RATINGS: KRITIK AN FLOSSBACH KRITIK

ESG-Ratings sind systematische Environmental, Social und Governance Beurteilungen von Wertpapieren. Im aktuellen Anlegerrundbrief kritisiert Bert Flossbach von Flossbach von Storch solche Ratings. Er kritisiert vor allem drei Punkte: Unklare Definitionen, Intransparenz und Unzulänglichkeit der Ratings für Anlageentscheidungen.

### **Unklare Definitionen?**

Richtig ist, dass es bisher keine anerkannten Definitionen von Nachhaltigkeit oder ESG gibt. Die EU hat extra eine Expertenkommission eingesetzt, um das zu ändern. Es gibt aber bereits Vorschläge für praxistaugliche Klassifikationen (siehe DVFA).

Ich stimme Herrn Flossbach zu, dass „Nachhaltigkeit“ und verwandte Begriffe zu häufig für das Marketing genutzt werden, ohne dass solche Angebote einigermaßen strengen Nachhaltigkeitsanforderungen genügen („Greenwashing“).

Eine verlässliche und praxistauglich, d.h. nachprüfbar Taxonomie ist daher wichtig, um Greenwashing zu verhindern (siehe DVFA).

### **Hohe Transparenz von ESG-Ratings**

Herr Flossbach kritisiert zudem, dass es zwar eine ganze Reihe von sogenannten Nachhaltigkeitsscores oder ESG-Ratings gibt, aber diese intransparent seien. Diese Kritik muss meines Erachtens differenziert werden. Professionelle ESG-Ratinganbieter wie Sustainalytics und Thomson Reuters, mit denen ich bereits gearbeitet habe, legen ihre Ratingkriterien transparent offen. Allerdings kann ich die ESG-Ratings selbst als Kunde solcher Anbieter nicht unbedingt nachrechnen, wenn ich keinen vollständigen Zugriff auf alle Detailbestandteile der Ratings habe. Diese Ratinganbieter haben jedoch sehr viele professionelle Kunden weltweit, die die Ratings hinterfragen und so helfen, die Ratings zu verbessern.

Ich habe noch nicht viele gute wissenschaftliche Studien zum Qualitätsvergleich von ESG-Ratings gesehen (siehe hier<sup>106</sup>). Ich habe den Eindruck, dass professionelle Ratingagenturen in Bezug auf besonders gute Unternehmen und besonders schlechte Unternehmen oft übereinstimmen.

Etwas anders sieht es mit sogenannten internen ESG-Scorings aus. Produkthanbieter, die eigene ESG-Ratings vornehmen, sind selten so transparent wie professionelle Verkäufer von ESG-Scores. Ausserdem beurteilen sie meist weniger Unternehmen und nutzen auch weniger ESG Kriterien.

Aber auch hier Bedarf es der Differenzierung: ESG-Produkthanbieter mit institutionellen Kunden müssen diesen in der Regel eine sehr gute ESG-Ratingqualität und Transparenz bieten, um ihre Produkte verkaufen zu können. Retailprodukthanbieter unterliegen dagegen meist sehr viel geringeren Anforderungen.

---

<sup>106</sup> [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3212685](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3212685)

## **ESG-Ratings sind für Anlageentscheidungen geeignet**

Herr Flossbach kritisiert auch, dass ESG-Scores für Anlageentscheidungen genutzt werden. Das sehe ich anders.

Dabei unterscheide ich drei Gruppen von Anbietern:

1. Anbieter diskretionärer Portfolios, die nicht voll regelbasiert arbeiten.
2. Anbieter regelbasierter Portfolios, die auch ESG-Kriterien nutzen, z.B. sogenannte quantitative Assetmanager (Quants) oder Multi-Faktor ETF-Anbieter.
3. Anbieter regelbasierter Portfolios, die ganz überwiegend ESG-Kriterien nutzen, wie ESG-ETF-Anbieter und mein Unternehmen Diversifikator (PureESG).

Alle Portfoliomanager treffen Entscheidungen über Aufnahme und Gewichtung von Wertpapieren in Portfolios. Diese erfolgen für Gruppe 1) nicht vollkommen regelbasiert bzw. systematisch.

Gruppen 2) und 3) treffen dagegen systematische Anlageentscheidungen, oft aufgrund von sogenannten „Scores“.

Ich kenne keine überzeugenden Untersuchungen die zeigen, welche der drei aufgeführten Strategien bzw. Investmentphilosophien eine bessere Performance generiert. Zwar schneiden passive Fonds (Gruppe 2 und 3) meist besser ab als aktive Fonds (Gruppe 1), allerdings liegt das vor allem an den niedrigeren Kosten der oft als Indexfonds oder ETFs angebotenen regelbasierten Strategien.

Andererseits gibt es noch weniger Indikationen, dass voll regelbasierte Portfolios schlechter performen als diskretionäre. Insbesondere nach reinen ESG-Kriterien selektierte ESG-ETFs schneiden typischerweise nicht schlechter ab als vergleichbare traditionelle ETFs (siehe z.B. hier<sup>107</sup>).

Ähnliches lässt sich für PureESG Portfolios von Diversifikator im Vergleich zu traditionellen ETFs zeigen. Dabei scheint es nicht entscheidend zu sein, welcher ESG-Ratinganbieter genutzt wird oder wie streng die ESG-Kriterien sind.

So verwendet Diversifikator besonders viele Ausschlüsse und schließt Titel unabhängig von ihrer Branche aus, wenn sie nicht gewisse Mindestanforderungen genügen („Best in Universe“ Ansatz) und erzielt trotzdem ganz überwiegend attraktive Performances.

## **Anderes Fazit: ESG-Ratings sind hilfreich**

Es ist wünschenswert, wenn eine klare Taxonomie kommt und sich die Transparenz von ESG Ratings weiter erhöht. Während Flossbach für diskretionäre Portfolioansätze mit umfassenden

---

<sup>107</sup> <http://prof-soehholz.com/verantwortungsvolle-geldanlage-interessante-veroeffentlichungen/>

Selektionskriterien plädiert, spricht meines Erachtens alles dafür, konsequent nachhaltig anzulegen, und zwar vorzugsweise in günstige Produkte, selbst wenn sie einen strengen puren ESG Ansatz verfolgen, also nur ESG-Scores für die Wertpapierselektion nutzen (siehe auch hier<sup>108</sup>).

## EIN QUANTITATIVER RESPONSIBLE INVESTMENT ANSATZ

Es gibt sehr viele verschiedene Sustainability oder Responsible Investment Ansätze. Der Mangel an anerkannten Standards ist wohl bisher einer der wesentlichen Gründe dafür, dass sich Responsible Investment noch nicht durchgesetzt hat.<sup>109</sup>

Warum gibt es keine anerkannten Standards? Das Geschäftsmodell von ESG-Research- bzw. Ratingfirmen besteht darin, möglichst viele relevante Daten zu sammeln, zu beurteilen und zu aggregieren. Dabei werden oft weit über 100 ESG Daten pro Wertpapier gesammelt, die sich von Branche zu Branche und sogar von Unternehmen zu Unternehmen unterscheiden können. Selbst wenn man davon ausgeht, dass die Beurteilung der einzelnen Daten objektiv ist, bleibt das Problem der Selektion der für einen Investor relevanten Daten bzw. die schwierige Aggregation zu einem ESG-Score.

So kommen unterschiedliche Investoren zu ganz unterschiedlichen Einschätzungen: Für die einen ist Ökologie wie der Carbon Footprint besonders wichtig, für andere stehen soziale Faktoren wie humanitäre Arbeitsbedingungen oder Corporate-Governance Faktoren im Vordergrund.

Theoretisch gibt es eine Lösung: Man könnte zum Beispiel nur die Faktoren selektieren, die statistisch relevant das Risiko von Investments senken oder die Rendite steigern<sup>110</sup>. Bei diesem Ansatz wird nur auf die für Kapitalanleger typischen Ziele Renditesteigerung bzw. Risikosenkung abgestellt<sup>111</sup>. So kann einfacher Konsens über den richtigen ESG-Ansatz erreicht werden. Die Asset Allokation bzw. Titelselektion kann weiter auf Rendite und Risiko fokussieren und es muss keine zusätzliche „Responsible“ Ziel-Dimension einführen.

Investoren, für die Responsible Investments wichtiger oder genauso wichtig wie Rendite oder Risiko sind, werden damit kaum zufrieden sein. Aber auch sie können mit dem quantitativen Ansatz weiterkommen. Sie können z.B. alle ESG-Elemente berücksichtigen, die keine signifikant negative Auswirkung auf Rendite oder Risiko von Kapitalanlagen haben. Dabei wird man jedoch auf wesentlich mehr Faktoren kommen, als die in Söhnholz (2014) identifizierten knapp 10 von 150 Faktoren. Damit stellt sich wieder die Frage der Aggregation, die individuell stark variieren kann.

<sup>108</sup> <http://prof-soehholz.com/esg-regulierung-von-consultants-und-mehr-aufklaerung-von-anlegern-sind-sinnvoll/>

<sup>109</sup> Z.B. Dennis Meadows am 18.9.2014 auf einem Responsible Investment Seminar des Uhlenbruch Verlages

<sup>110</sup> s. Söhnholz, D.; Einsatz von ESG-Faktormodellen zur Verbesserung von Aktienportfolios, in Absolut Report Nr. 6/2014, S. 58-63; Deutsche Bank Climate Change Advisors, Sustainable Investing: Establishing Long-Term Value and Performance, Juni 2012

<sup>111</sup> Dabei geht es um quantitative Ziele und z.B. Reputationsverluste durch schlechte ESG-Investments werden nicht berücksichtigt

In keinem der beiden Ansätze kommt es zu einem Widerspruch mit den wichtigsten Anlegerzielen Renditeerzielung und Risikoreduktion. Kapitalanleger und Asset Manager sollten ESG-Faktoren daher berücksichtigen.

## GOVERNANCE IST DER WICHTIGSTE ESG RENDITE- BZW. RISIKOFAKTOR

Responsible (auch ESG für Environment, Social und Governance) Investing ist in Deutschland besonders bei Privatkunden noch wenig verbreitet. Andererseits sind Deutsche führend bei ökologischen Themen wie Recycling, Nutzung von Solar- und Windenergie und Geothermie und „Grüne“ haben in Deutschland seit langem eine hohe Bedeutung.

Der Grund für die geringe Akzeptanz von „verantwortungsvollen“ Kapitalanlagen scheint die Annahme zu sein, dass man mit „Responsible“ Investments nur geringe Renditen erwirtschaften kann oder hohe Verlustrisiken eingeht. In der Tat sprechen Skandale wie Prokon aber auch hohe Verluste mit Aktien seriöser Solarspezialisten für diese These. Auch in der Finanzkrise 2008 haben viele ökologisch als besonders gut geltenden Aktien überdurchschnittliche Kursverluste verzeichnet.

Wissenschaftliche Untersuchungen zeigen aber differenziertere Ergebnisse. Vereinfacht zusammengefasst haben Aktien mit besonders guten ESG-Ratings keine nennenswert anderen Renditen oder Risiken als durchschnittliche Aktien.

Im Detail zeigt sich, dass besonders ökologisch gute Aktien in der Vergangenheit oft wirklich nicht besonders attraktiv gewesen sind. Investments in als besonders gut im sozialen Bereich eingeschätzte Unternehmen kosten zumindest kaum Rendite. Nur die Aktien von Unternehmen mit schlechter Unternehmensführung (Governance) haben in der Finanzkrise 2008 besonders hohe Verluste eingebracht. Das spricht dafür, dass Anleger Aktien mit guter Governance aber auch solche mit guten sozialen Ratings anderen Aktien vorziehen sollten. Aktienselektion nach ökologischen Kriterien muss allerdings kritisch hinterfragt werden. Aber vielleicht ist ja die ökologisch bessere Aktie in der Zukunft auch die mit dem geringeren Risiko. Die Reputationsrisiken für Investoren sollten jedenfalls geringer sein, wenn man solche Aktien ins Portfolio nimmt.

## ES GIBT NOCH VIEL ZU TUN IN BEZUG AUF VERANTWORTUNGSVOLLE ANLAGEN

Wissenschaftler suchen typischerweise nach „guten“ ESG (Environment, Social, Governance) Faktoren<sup>112</sup>. Gute Faktoren sind solche, die Emittenten von Produkten bzw. Wertpapieren bzw. solche Produkte direkt verbessern. Verbessern bedeutet dabei die Renditen für Anleger steigern oder die Risiken für sie senken.

Ich meine, dass ein anderer Ansatz mehr verspricht. Da ESG-Faktoren als generell „gute“ Faktoren gelten, sollten alle solche Faktoren für Unternehmens- und Staatsanalysen berücksichtigt werden, die Unternehmen bzw. Staaten nicht schaden. Man braucht also nur

---

<sup>112</sup> Siehe z.B. Principles for Responsible Investment (PRI) Academic Network Conference, Toronto 2014



solche Faktoren explizit zu berücksichtigen, die eindeutig und spürbar negativ für Anleger sind.

Wenn die Berücksichtigung von ESG-Kriterien nicht freiwillig erfolgt, kann man mehr Regulierung fordern. Man könnte zum Beispiel verlangen, dass alle Investoren aus Fürsorge so handeln müssen. Sie müssen also zunächst wissen, welche ESG-Faktoren sich wie auswirken („Need to know“). Wenn nicht-negative ESG-Faktoren nicht berücksichtigt werden, müsste erklärt werden, warum das nicht gemacht wird (sogenannter „Comply or explain“ Ansatz).

Teilnehmer der genannten Konferenz von 2014 haben vor allem die mangelnde Verfügbarkeit von ESG-Daten bemängelt. Doch die ist gar nicht so schlecht<sup>113</sup>. Wir konnten bereits 2014 bis zu 148 ESG-Daten für über 2200 Unternehmen nutzen, die ab 2009 erhoben wurden. Inzwischen haben ESG-Datenspezialisten weitere ESG-Daten aus den Jahren vor 2009 so aufbereitet, dass man sie quantitativ nutzen kann.

Für die Umsetzung von ESG-Portfolios gibt es mehrere Wege: Ausschluss von schlechten ESG-Investments (Exklusion), Fokus auf die jeweils besten ESG-Investments pro Branche, Land etc. (Best-in Class), Integration von ESG-Faktoren in die Finanzanalyse (Integration oder Inklusion) und Engagement. Exklusion und Best-in Class Ansätze, die bisher dominierend waren, scheinen vor allem zugunsten von Engagement und Inklusion an relativer Bedeutung zu verlieren.

Auf der oben genannten Konferenz wurde auch immer wieder gesagt, dass man ein „Bridging the Gap“ zwischen Wissenschaft und Praxis erreichen müsse. In Bezug auf den Punkt ist Veritas Investment als einer der wenigen konsequenten deutschen ESG-Portfolio-Anbieter recht weit. 2013 wurde dazu ein Projekt mit der Universität Leipzig gestartet, die mit von Veritas zur Verfügung gestellten ESG-Daten, Veritas und eigene ESG-Hypothesen testet. Und Veritas Investment managt seit 2013 ungefähr die Hälfte des Anlagevolumens mit einem quantitativen ESG-Inklusions-Ansatz.

## PURESG IST BESSER ALS ALS SMARTESG

Verantwortungsvolle ESG (= Environment, Social, Governance) Kapitalanlagen sind im Aufwind. Das gilt auch für sogenannte [Smart Beta](#)<sup>114</sup> Investments. Neuerdings werden auch SmartESG Anlagen angeboten. Dabei besteht das Risiko der Überquantifizierung bzw. des [Data Mining](#)<sup>115</sup>. PureESG halte ich für attraktiver.

### Beta

Der Beta-Faktor gibt die Beziehung zwischen der Kursentwicklung einer Aktie und einem Index an und zeigt die Sensitivität des Aktienkurses in Bezug auf die Veränderung des Indexstands. Ein Beta-Faktor größer als 1 bedeutet, dass die Aktie stärker schwankt als der

---

<sup>113</sup> s. Söhnholz, D.; Einsatz von ESG-Faktormodellen zur Verbesserung von Aktienportfolios, in Absolut Report Nr. 6/2014, S. 58-63

<sup>114</sup> <http://prof-soehholz.com/grenzen-von-smart-beta-investment-philosophie/>

<sup>115</sup> <http://prof-soehholz.com/no-data-und-small-data-verschlechtern-die-anlageperformance/>

Index und ein Beta-Faktor kleiner 1 bedeutet, dass die Aktie im Verhältnis zum Index weniger stark schwankt (siehe FAZ net Börsenlexikon, Stand Dezember 2017).

## Smart-Beta

Indexfonds, die Finanzindizes folgen, werden auch als „Beta-Produkte“ bezeichnet. Smart-Beta bzw. Faktorprodukte sollen intelligenter bzw. besser als diese Beta-Produkte sein. Allerdings ist fraglich, ob das auch gelingen kann.

Es ist inzwischen wissenschaftlich ziemlich eindeutig und auch allgemein bekannt, dass sogenannte aktive Portfoliomanager auf Dauer meist schlechter abschneiden als passive Finanzindizes. Wenn es funktionierende Smart-Beta Ansätze gäbe, hätten aktive Portfoliomanager solche einfachen Ansätze schon längst finden und umsetzen müssen. Es erscheint daher sehr unwahrscheinlich, dass Smart Beta Ansätze Indizes outperformen können.

## Beta Faktoren

Sogenannte Smart-Beta Produkte funktionieren typischerweise so, dass mindestens ein [Faktor](#)<sup>116</sup> vom Produkthanbieter als besonders attraktiv angesehen wird, zum Beispiel „Small Caps“ (auch als Small-Cap Faktor bezeichnet). Dabei wird angenommen, dass niedrig kapitalisierte Unternehmen, also typischerweise kleinere Unternehmen, besser performen als höher kapitalisierte Unternehmen. Ein Small Cap Smart Beta bzw. Faktorprodukt zeichnet sich dadurch aus, dass entweder die Aktienselektion und/oder die Aktiengewichtung im Portfolio vom klassischen kapitalgewichteten Index abweicht. Das heißt, dass die Titel im Small Cap Beta Produkt hoch kapitalisierte Unternehmen ausschließen oder geringer gewichten als im klassischen (kapitalgewichteten) Index.

Die früher wohl am häufigsten genutzten Faktoren neben dem Small Cap Faktor waren „Value“ und „Momentum“ (siehe Fama French 3 Faktormodell). Fama und French propagieren inzwischen ein 5 Faktorenmodell. Andere Autoren/Anbieter haben angeblich andere Outperformancefaktoren entdeckt, so dass Kritiker heute schon von einem Faktorzoo sprechen (siehe z.B. [hier](#)<sup>117</sup>).

## SmartESG

Inzwischen gibt es Produkthanbieter, die ESG als Outperformancefaktor ansehen. Sie bezeichnen ihren Ansatz teilweise als SmartESG. Eine gute [Meta-Analyse](#)<sup>118</sup> zeigt, dass es relativ viele Studien gibt, die auf eine ESG Outperformance hindeuten. Aufgrund der allgemeinen Smart-Beta Probleme bin ich aber auch in Bezug auf eine mögliche Outperformance von SmartESG skeptisch.

## Smart-Beta Probleme

---

<sup>116</sup> <http://prof-soehnholz.com/faktorinvestments-alles-andere-als-passiv/>

<sup>117</sup> <http://www.morningstar.ch/ch/news/166713/willkommen-im-faktor-zoo!.aspx>

<sup>118</sup> <http://prof-soehnholz.com/verantwortungsvolle-geldanlage-kann-einfach-guenstig-und-gut-sein/>

1. In der Vergangenheit gab es zwar lange Perioden von „Outperformance“ von Small gegenüber Large Caps aber auch mehrere und auch längere Perioden von Underperformance und das gilt wohl auch alle anderen angeblichen Outperformancefaktoren.
2. Viele Studien, die Outperformance zeigen, nutzen Leerverkäufe (z.B. Value-Faktor „short“ und Growth-Faktor „long“) und Kreditaufnahmen und/oder vernachlässigen Umsetzungskosten.
3. Viele sogenannte Smart-Beta Rückrechnungen schneiden besser ab als klassische Indizes. Klassische kapitalgewichtete Indizes werden oft aber auch durch ganz einfache gleichgewichtete Indizes geschlagen. Wenn sogenannte Smart-Beta Produkte mit gleichgewichteten Indizes verglichen würden, würden auch viele Rückrechnungen vermutlich keine Outperformance zeigen.
4. Es ist extrem schwierig, verlässliche Prognosen für klassische Aktienindizes zu machen und für Faktor- oder Smart-Beta Indizes ist das wahrscheinlich noch schwieriger. Gute multiple Faktorprognosen (s.a Multi-Faktor Modelle bzw. Produkte) sind entsprechend noch schwerer zu machen.
5. Die Echtperformances von Smart-Beta Produkten sind oft schlechter als die Rückrechnungen.
6. Faktorperformances sind oft nicht unabhängig voneinander. Je mehr Faktoren genutzt werden, desto eher ist zu erwarten, dass die Portfoliorendite ähnlich der allgemeinen Marktrendite ist.

### **Smart-Beta anders verstanden und umgesetzt**

Obwohl mir die Internetdomains [www.smart-beta.de](http://www.smart-beta.de) und [www.smartbeta.de](http://www.smartbeta.de) sowie [www.smart-esg.com](http://www.smart-esg.com) und [www.smart-esg.de](http://www.smart-esg.de) gehören, biete ich aktiv keine entsprechenden Portfolios mit diesen Bezeichnungen an. Im Gegenteil: Diversifikator ist der der einzige mir bekannte Anbieter, dessen Multi-Asset Portfolios kapitalgewichtete sind, denn sie richten sich nach den aggregierten Kapitalanlagen aller Anleger weltweit (s. [Weltmarktportfolios<sup>119</sup>](#)).

Wir entwickeln allerdings auch nicht-kapitalgewichtete Portfolios. So wird das [Equity Income<sup>120</sup>](#) (DW) ETF-Portfolio bewusst aus ETFs gebildet, die nicht kapitalgewichtet sind. Das kann als Smart Beta Portfolio bezeichnet werden. Außerdem sind alle unsere Einzelaktienportfolios grundsätzlich gleichgewichtet und „most passive“. Da es sich dabei um eine systematische Abweichungen von der klassischen Kapitalgewichtung handelt, könnten auch diese Portfolios als Smart Beta Portfolios angesehen werden. Wir streben jedoch nicht unbedingt eine aktive Outperformance von kapitalgewichteten Indizes an. Daher nutzen wir „Smart Beta“ bzw. SmartESG nicht für das Marketing.

### **PureESG ist smart**

<sup>119</sup> <http://prof-soehnholz.com/das-most-passive-anlageportfolio-der-welt-ist-sehr-attraktiv/>

<sup>120</sup> <http://prof-soehnholz.com/879-2/>

Pseudo-optimierte Rückrechnungen die zeigen, dass ESG-Portfolios traditionelle Portfolios outperformen, sind relativ einfach zu erzeugen. Ich bin jedoch nicht davon überzeugt, dass die Echtperformance solcher Portfolios nachhaltig zu Outperformance führt.

In Bezug auf ESG reicht es meines Erachtens schon, wenn man mit „verantwortungsvollen“ Anlagen die [gleiche Performance](#)<sup>121</sup> erreicht wie mit traditionellen Anlagen. In dem Fall spricht alles für eine verantwortungsvolle Anlage.

Ideal ist es daher, wenn man bei der Portfoliobildung auf möglichst viele der Pseudo-Optimierungsfaktoren verzichten kann und mit ausschließlich nach strengen ESG-Kriterien gebildeten PureESG Portfolios die gleiche Performance wie mit traditionellen Investments erreichen würde. Die bisherigen Performances der ESG-Portfolios von [Diversifikator](#) zeigen, dass das funktionieren kann. So ist PureESG sehr smart.

## VERANTWORTUNGSVOLLE (ESG) PORTFOLIOS BRAUCHEN KEINE OUTPERFORMANCE. ESG ETF-PORTFOLIO MIT SEHR GUTER PERFORMANCE.

Es gibt nur wenige deutsche Portfoliomanager, die ESG-Faktoren (Environment (E), Social (S) und Governance (G)) berücksichtigen. Angeblich schränkt die Nutzung von ESG-Kriterien das Anlageuniversum zu stark ein. Außerdem sei mit ESG Faktoren, anders als mit anderen „Faktoren“ wie „Low Volatility“, keine Outperformance zu generieren. Und quantitativ orientierte Manager kritisieren, dass es keine guten ESG-Zeitreihen für quantitative Analysen gäbe. Aber das ist überwiegend falsch.

Seit mehr als 15 Jahren gibt es gute ESG Daten. Aktuelles Research zeigt, dass ESG- bzw. SRI- Anlagen meist weder niedrigere Renditen noch höhere Risiken bringen als klassische Investments (siehe z.B. Friede, Gunnar; Busch, Timo; Bassen, Alexander (2016): Auswirkungen von ESG-Faktoren auf die Performance von Finanzanlagen, Absolut impact Nr. 1, S. 26-31). In einigen Fällen sind die Renditen von verantwortungsvollen Anlagen sogar höher bzw. die Risiken geringer als die von traditionellen Anlagen.

Warum sollte man traditionell anlegen, wenn man nach ESG Kriterien anlegen kann, ohne Rendite- oder Risikonachteile zu haben? Wahrscheinlich ist das noch nicht bekannt genug. Wenige ESG-Anbieter bedeutet ja auch wenig ESG-Werbung. Es ist daher nicht verwunderlich, dass deutsche Privatkunden bisher nur sehr selten aktiv nach verantwortungsvollen Anlagen fragen. Bei institutionellen Anlegern ist das schon anders. Nach strengen treuhänderischen Kriterien, die für zunehmend mehr institutionelle Anleger gelten, ist die Nutzung von ESG Kriterien sogar verpflichtend.

Es gibt aber auch durchaus nachvollziehbare Gründe, warum es noch nicht mehr ESG Portfolios in Deutschland gibt. So gibt es keinen Konsens darüber, welche ESG Methode genutzt werden sollte.

So kann man z.B. Wertpapiere ausschließen, die bestimmten Kriterien nicht genügen. Für fast alle Ausschlusskriterien kann man neben Befürwortern jedoch auch Gegner finden: Braucht

---

<sup>121</sup> <http://prof-soehnholz.com/verantwortliche-esg-portfolios-brauchen-keine-outperformance-esg-etf-portfolio-mit-sehr-guter-performance/>

man Atomenergie, weil sie klimafreundlich ist, oder schließt man sie aus? Sollen Waffenhersteller 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? Sollen Lotterien und Glückspielanbieter legal sein, weil sie viele Steuereinnahmen bringen? Sollen Kirchen gegen Alkohol im Portfolio sein, obwohl ihnen Weingüter und Bierbrauereien gehören? Soll Tabakkonsum aus steuerlichen Gründen oder weil eine frühe Sterblichkeit die Gesundheitskosten senkt, zugelassen werden? Einige (andere) Drogen sind z.B. in den Niederlanden und neuerdings auch in den USA aus nachvollziehbaren Gründen legal. Sollen die ausgeschlossen werden? Und muss man fossile Energien ausschließen, weil sie dem Klima schaden? Andererseits werden sehr viele Unternehmen und Privatpersonen noch lange auf fossile Energien angewiesen sein.

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

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

Die Tatsache, dass ESG-Ansätze sich voneinander unterscheiden können, sollte man nicht als Argument zum Nichtstun verwenden. Unternehmens- bzw. wertpapierspezifische ESG-Daten werden seit mehr als 15 Jahren systematisch erhoben. Allerdings sind die ESG-Daten oft teuer und selten einfach auszuwerten. Gerade Anleger mit relativ geringen Ressourcen bzw. Anlagevolumina können daher kaum eigene Analysen durchführen, sondern müssen ein bestehendes ESG-Produkt kaufen.

Schon mit sehr kleinen Anlagesummen kann man heute relativ günstige ESG-ETFs erwerben. Allerdings werden in Deutschland bisher erst sehr wenige ESG Aktien-ETFs und nur sehr vereinzelt auch ESG-ETFs aus Unternehmensanleihen angeboten. Meine Firma Diversifikator hat daraus ein „most-passive“ Aktien/Anleiheportfolio gebildet. Unseres Wissens ist es das erste ESG ETF-Portfolio. Das Portfolio nutzt durchgängig einen Ansatz, der auf ESG Kriterien von MSCI beruht.

Dieses ESG ETF-Portfolio hätte in der Rückrechnung von 2008 bis Ende 2015 eine etwas geringere Rendite gebracht als ein vergleichbares traditionelles ETF Portfolio (Details siehe Dokument „Diversifikator Backtests“ auf <http://www.diversifikator.com> ). Es hätte aber auch etwas geringere Schwankungen gezeigt und so insgesamt sogar eine etwas bessere Relation von Rendite zu Risiko (Sharpe Ratio) gehabt. Das Portfolio wurde Ende 2016 implementiert. In 2016 hat das Portfolio eine hervorragende Rendite von über 11% bei relativ geringen Schwankungen erreicht. Nur sehr wenige Misch- bzw. Multi-Assetfonds waren besser.

## NEUES PASSIVES DEUTSCHE AKTIEN ESG PORTFOLIO: FOKUS AUF GUTE UNTERNEHMENSFÜHRUNG

„Verantwortungsvolle (ESG)-Portfolios brauchen keine Outperformance“ hieß mein letzter Beitrag. Denn wenn man mit ESG-Anlagen<sup>122</sup> eine vergleichbare Performance wie mit traditionellen Investments erreichen kann, sollte man konsequent nach ESG Kriterien anlegen. Von einigen Marktteilnehmern wird aber bezweifelt, dass vergleichbare Ergebnisse möglich sind.

### **Zu wenig Auswahl als Hauptkritik**

Hauptargument der Kritiker ist ein angeblich zu kleines Universum von Anlagen mit guten ESG-Bewertungen. Auf anderslautende Researchergebnisse hatte ich schon hingewiesen (siehe Friede, Gunnar; Busch, Timo; Bassen, Alexander (2016): Auswirkungen von ESG-Faktoren auf die Performance von Finanzanlagen, Absolut impact Nr. 1, S. 26-31). Besonders interessant ist, dass alleine schon das Vorhandensein von ESG-Beurteilungen vorteilhaft zu sein scheint (siehe Auer, Benjamin: "Do socially responsible investment policies add or destroy European stock portfolio value?", Journal of Business Ethics, 135 (2), 2016, 381-397).

### **Erstes konsequentes deutsche Aktien ESG-Portfolio**

Trotzdem gibt es meines Wissens bisher kein konsequent nach E, S und G Kriterien selektiertes und öffentlich angebotenes Portfolio aus deutschen Aktien. Es gibt nur einige Publikumsfonds, die überwiegend ökologische Kriterien nutzen und teilweise auch soziale. Meines Erachtens ist jedoch eine gute Unternehmensführungs- bzw. „Governance“ besonders wichtig, um eine gute Performance zu erreichen (siehe Söhnholz, Dirk (2014): Einsatz von ESG Faktormodellen zur Verbesserung von Aktienportfolios, in Absolut Report Nr. 6, 58-63).

### **"Most passive" Ansatz**

Wir haben daher zunächst klare Regeln für die Selektion deutscher Aktien nach ESG-Kriterien aufgestellt. Erst danach wurde analysiert, wie ein solches passives Portfolio in der Vergangenheit performt hätte.

Die Aktien wurden konsequent nach ESG-Kriterien selektiert. Gutes Abschneiden bei ESG-Kriterien ist daher nicht nur ein Zusatzkriterium, wie bei anderen Portfolios. In solchen Portfolios können Wertpapiere enthalten sein, die nach ESG-Kriterien nicht besonders gut sind, weil diese durch gute "nicht-ESG"-Kriterien überkompensiert werden.

Wir halten Portfolios mit 15 Aktien als grundsätzlich ausreichend für eine Diversifikation. Daher haben wir die Bandbreite für ein Zielfortfolio auf mindestens 15 und maximal 30 Wertpapiere festgelegt.

---

<sup>122</sup> ESG steht für „Environmental, Social and Governance“ also ökologische, soziale und Unternehmensführungskriterien



Als deutsche Aktien definieren wir alle Stammaktien mit Haupt-Börsennotiz (Primary Listing) in Deutschland von Unternehmen mit Hauptsitz in Deutschland. ESG ist in Deutschland bisher vor allem für institutionelle Anleger ein Thema. Für solche meist größeren Anleger ist eine gewisse Mindestliquidität von Aktien wichtig, damit die Aktien bei Bedarf schnell wieder verkauft werden können. Wir berücksichtigen daher nur Unternehmen mit einer Marktkapitalisierung über 20 Millionen Euro mit über 10 Millionen Euro Free Float, d.h. frei gehandelten Aktien, und einem Handelsumfang von mindestens 2000 Stück in jeweils zwei Tagen. Das waren in den letzten Jahren ungefähr 150 bis 200 deutsche Aktien.

Außerdem muss je ein E, S und G Rating für die jeweilige Aktie vorliegen. Das trifft in den letzten Jahren auf mehr als 70 Unternehmen aus dieser Liste zu<sup>123</sup>.

### **Umfassende Ausschlußkriterien**

Unsere zweite Selektionsstufe ist die Nutzung anerkannter Ausschlußkriterien. Anerkannte Ausschlüsse umfassen Unternehmen mit Aktivitäten in Zusammenhang mit Alkohol, Tabak und anderen Drogen, Glücksspiel, Erwachsenenunterhaltung, Kriegswaffen und Militärzulieferung, Atomenergie, genetisch veränderten Organismen und Tierversuchen. Aus Klimaschutzgründen werden auch Unternehmen mit Haupttätigkeit im Öl-, Gas- oder Kohle-Geschäft ausgeschlossen. Damit bleiben ungefähr 50 der 70 deutschen Unternehmen übrig.

### **Best in Class mit Governance Fokus**

Dritte Stufe ist ein „Best-in-Class“ Ansatz: Dabei werden nur Wertpapiere berücksichtigt, die in Bezug auf Governance (G) zur besseren Hälfte der deutschen Aktien mit ESG-Rating gehören. Zusätzlich werden Wertpapiere mit den niedrigsten 10% der „E“ und der „S“ Rankings ausgeschlossen. Höhere Anforderungen würden zu einer zu starken Reduktion des Anlageuniversums führen.

Als einziges traditionelles Selektionskriterium für Wertpapiere haben wir uns für den Ausschluß von besonders riskanten Aktien entschieden. Daher werden nur Titel selektiert, die nicht zu den 25% mit den höchsten Verlusten in den letzten 12 Monaten gehört haben. Grund: Hohe Verluste gelten als Indikator für mögliche Probleme des Unternehmens. Außerdem kann man generell feststellen, dass Aktien mit geringen Risiken nicht unbedingt weniger Rendite bringen müssen als Aktien mit hohen Risiken (siehe Diskussion zu sogenannter "Low-Vola" bzw. "Low Beta" Anomalie).

### **Risikobegrenzung als weiteres Kriterium**

Meistens wird das Aktienrisiko als Volatilität gemessen. Davon halten wir konzeptionell wenig. Hohe Verluste schmerzen Anleger meist mehr als hohe Volatilitäten, die auch bei steigenden Kursen auftreten können. Außerdem unterscheiden sich Wertpapierrangordnungen nach maximalen Verlusten oft kaum von volatilitätsabhängigen Rangordnungen, zumindest in

---

<sup>123</sup> Wir nutzen Daten von Asset4/Thomson Reuters. Wir nehmen an, dass andere ESG Datenanbieter auf ähnliche E, S und G Rankings/Scores kommen wie der von uns genutzte Datenanbieter.

Bezug auf die besten bzw. schlechtesten Werte<sup>124</sup>. Die Anwendung unseres Verlustkriteriums führt zum Beispiel dazu, dass 2017 einige Unternehmen aus dem 2016er Portfolio herausgefallen sind, so dass zu Ende 2016 nur noch 15 Aktien unsere Anforderungen erfüllen.

Die Aktien werden jeweils zu Jahresanfang gleich gewichtet um zu verhindern, dass einzelne Aktien im Laufe der Zeit ein zu hohes Gewicht am Portfolio erhalten. Außerdem haben sich Gleichgewichtigungen in der Vergangenheit oft als attraktiv erwiesen.

### **Gute Performance und Diversifikation**

Das so gebildete passive und prognose- bzw. sogar optimierungsfreie Portfolio ergibt in der analysierten Periode (2008-2016) eine bessere Performance als der DAX bei relativ geringer Abhängigkeit von den wichtigsten getesteten Faktoren.

Das 2017er Portfolio ist branchenmäßig gut diversifiziert. Es besteht aus zwei Grundstoffunternehmen, zwei klassischen Industrieunternehmen, zwei Konsumgüterproduzenten, zwei IT- bzw. Telekommunikationsunternehmen, zwei Logistikunternehmen, drei Versicherungen, einer Bank und der Deutschen Börse:

Aareal Bank AG, Bank  
Allianz SE, Versicherung  
Beiersdorf AG, Basiskonsumgüter  
Brenntag AG, Industrie  
Continental AG, Nicht-Basis-Konsumgüter  
Deutsche Börse AG, Finanzdienstleistung  
Deutsche Post AG, Logistik  
Deutsche Telekom AG, Telekommunikation  
Fraport AG Frankfurt Airport Services, Logistik  
Hannover Rück SE, Versicherung  
Heidelbergcement AG, Grundstoffe  
Infineon Technologies AG, Technologie  
Linde AG, Grundstoffe  
Münchener Rückversicherungsgesellschaft AG, Versicherung  
Osram Licht AG, Industrie

### **Sehr hohe Transparenz**

Das Portfolio kann auf [www.diversifikator.com](http://www.diversifikator.com) verfolgt werden. Es ist aktuell der höchsten SRRI-Risikoklasse 7 zuzuordnen. Durch die Beimischung mit „Cash“ oder Anleihen können niedrigere Risikoklassen erreichen. Selbst bei der vorgesehenen nur einmaligen Adjustierung pro Jahr sollten aufgrund von Tradingkosten bzw. teilweise hohen Einzelaktienwerten mindestens 60.000 Euro angelegt werden.

---

<sup>124</sup> Siehe dazu aktuelles Research von Schuhmacher/Auer von der Universität Leipzig, z.B. Auer, B.: "Extreme value theory, asset ranking and threshold choice: A practical note on VaR estimation", Journal of Risk, 18 (1), 2015, 27-44.

Die laufenden Kosten reichen von 0,25% pro Jahr für institutionelle Anleger bis zu 1% p.a. für Privatanleger plus Implementierungskosten. Es ist geplant, die Portfolios über Berater und Vermögensverwalter bzw. Banken anzubieten. Institutionellen Anlegern wie zum Beispiel Stiftungen werden zudem Services wie zusätzliches Risikomanagement und Maßschneiderungsmöglichkeiten angeboten.

Die ersten "live" Erfahrungen mit dem Portfolio sind sehr positiv.

Fazit: Es ist sehr wohl möglich, sehr attraktive ESG-Portfolios aus deutschen Aktien zu entwickeln.

## EIN KONSEQUENTES ESG-PORTFOLIO AUS WELTWEITEN KERN-INFRASTRUKTURAKTIEN KANN SEHR ATTRAKTIV SEIN

Infrastrukturanlagen gelten besonders bei institutionellen Investoren seit einigen Jahren als sehr attraktiv. Das weltweite Bevölkerungswachstum, ein hoher Erneuerungsbedarf für bestehende Infrastruktur und hohe Staatsschulden erfordern hohe private Investments und versprechen attraktive Anlagechancen.

Für die meisten Anleger ist aber eine direkte Beteiligung an Flughäfen, Glasfasernetzen und Stromtrassen unmöglich. Dafür sind zu hohe Anlagesummen erforderlich bzw. die Liquidität ist zu gering. Außerdem sind die Risiken solcher Anlagen durch lange Investmenthorizonte ziemlich hoch. Das gilt vor allem für Anlagen in Ländern mit unzureichender langfristiger Rechtssicherheit. Selbst für Anlagen in professionell gemanagte geschlossene Infrastrukturfonds oder -Dachfonds sind meist mehrere Millionen Euro Mindestinvestment erforderlich und es ist nicht einfach, gute Fonds zu identifizieren. Außerdem fallen für Anlagen in solche Fonds oft hohe Kosten an.

Infrastrukturaktien sind eine interessante Alternative. Allerdings kauft man sich neben dem spezifischen Unternehmens- und Managementrisiko damit zumindest teilweise auch das allgemeine Aktienmarktrisiko ein.

Durch den Kauf mehrerer Aktien kann man aber einfach ein global diversifiziertes und liquides Portfolio aufbauen. Es gibt jedoch nur relativ wenige Infrastrukturaktienfonds. Wenn man dann dazu noch ein Portfolio aus „verantwortungsvollen“ Aktien haben möchte, fand man bisher kein einziges Angebot.

Ich sehe verantwortungsvolle Anlagen, bei denen nur Aktien mit akzeptablen ESG (Environment, Social und Governance) Charakteristika ins Portfolio kommen, als besonders attraktiv an. Daher haben wir ein ESG-konformes Infrastrukturaktienportfolio entwickelt.

Dabei werden nur Aktien der Kategorie „Basic“ bzw. „Core“ Infrastruktur genutzt. Das sind Unternehmen, die vor allem auf sogenannte „Netze und Knoten“ fokussieren, die meist keine direkte Konkurrenz haben. Damit sind vor allem Straßen, Schienen, Wasser-, Energie- und teilweise auch Datentransportwege wie Funktürme und Satellitennetze aber auch Häfen und Flughäfen gemeint.

Anders als bei weiter gefassten Infrastrukturdefinitionen schließen wir Unternehmen mit Schwerpunkt auf Energieproduktion (diese werden international meist als „Utilities“ bezeichnet) und auch solche mit Schwerpunkt Sozialinfrastruktur aus dem Portfolio aus. Beiden fehlen oft die monopolartigen Charakteristika von "Netzen und Knoten" und für Sozialinfrastruktur wie Krankenhäuser und Altersheime sind außerdem sehr viel geringere Investments nötig, was sie stärker wettbewerbsabhängig macht.

Hinzu kommt, dass einige institutionelle Anleger ungern Sozialinvestments tätigen. Die Anleger wollen nicht in Zusammenhang mit möglichen Krisen oder Skandalen gebracht werden, die Menschen in solchen Sozialeinrichtungen betreffen können. Aus Klimaschutz ESG-Gründen schließen wir zusätzlich auch Kern-Infrastruktur-Unternehmen mit Fokus auf Öl- und Gas-Pipelines aus.

Das weitere Vorgehen ist identisch mit dem Vorgehen für andere ESG-Portfolios von Diversifikator: Die Titel werden konsequent nach ESG-Kriterien selektiert. Gutes Abschneiden bei ESG-Kriterien ist daher nicht nur ein Zusatzkriterium wie bei anderen Portfolios, die ESG-Kriterien nutzen. In solchen Portfolios können durchaus Wertpapiere enthalten sein, die nach ESG-Kriterien nicht besonders gut sind, weil das durch besseres Abschneiden bei anderen Kriterien kompensiert wird.

Auf Basis eines möglichst großen Universums von Aktien mit externen und damit einfach nachprüfaren ESG-Scores (wir nutzen Daten von Asset4/Thomson Reuters) wird der folgende regelbasierte und optimierungsfreie Selektionsprozess genutzt:

Stufe 1 dient der Operationalisierung des Selektionsuniversums. Die Portfolios sollen sowohl für Anleger mit relativ geringen Anlagesummen als auch für institutionelle Anleger geeignet sein. Somit werden die nach Marktkapitalisierung kleinsten und die illiquidesten Aktien, solche mit geringem Streubesitz aber auch Aktien mit sehr hohen Kursen pro Einzelaktie (ein bekanntes Nicht-Infrastruktur Extrem ist die Berkshire Hathaway mit über 200.000 USD) ausgeschlossen. Weiterhin muss jeweils ein E, S und G Score bzw. Rating für die Aktien vorliegen.

Stufe 2 umfasst die Nutzung anerkannter ESG-„Ausschlußkriterien“. Das bedeutet, daß alle Unternehmen mit Aktivitäten in den Bereichen Alkohol, Tabak, Glücksspiel, Erwachsenenunterhaltung, Kriegswaffen und Militärzulieferung, Atomenergie, Genetisch veränderten Organismen (GMO) und Tierversuchen ausgeschlossen werden. Das gilt auch für Unternehmen, deren Haupttätigkeit das Öl-, Gas-, oder Kohle-Geschäft ist.

Stufe 3 ist ein sogenannter „Best-in-Class“ Ansatz: Zugelassen werden nur Wertpapiere, die in Bezug auf Governance (G) mindestens zu den Top 50% des Anlagesegementes gehören, denn gute Unternehmensführung bzw. Governance ist unseres Erachtens der wichtigste ESG Faktor. Außerdem werden Wertpapiere mit den niedrigsten 10% der E und S Scores ausgeschlossen.

Erst Stufe 4 ist eine klassisch „ökonomische“: Es werden nur Titel selektiert, die nicht zu den 25% der Aktien im Selektions-Universum mit den höchsten Verlusten in den letzten 12 Monaten gehört haben. Grund: Hohe Verluste gelten als Indikator für mögliche Probleme des Unternehmens und außerdem haben sich Aktien mit niedrigem Risiko in der Vergangenheit als besonders attraktiv erweisen.

In Stufe 5 werden Unternehmen aus weniger entwickelten Ländern ausgeschlossen. Der Hauptgrund dafür ist die oft mangelhafte langfristige Rechtssicherheit. Hinzu kommt, daß die Risiken von Kinderarbeit und ähnlichen nicht erwünschten Arbeitsbedingungen höher sind.

Da es sich bei Kern-Infrastrukturaktien um ein relativ kleines Universum in Bezug auf die Anzahl börsennotierter Aktien handelt, erfolgt eine Beschränkung auf maximal 30 Wertpapiere pro Segment. Es sollen aber immer mindestens 15 Titel in einem Portfolio enthalten sein, um eine gewisse Mindestdiversifikation zu erreichen.

Nach den Ausschlusskriterien der Stufen 1 und 2 gab es weltweit 37 (2007) bis 93 (2016) liquide Titel mit ESG Rating. Zum offiziellen Portfoliostart Anfang 2017 kommt nach allen fünf Selektionsstufen ein Portfolio mit 28 Aktien zustande. Das Start-Portfolio enthält 2 Flughafenbetreiber, 4 Eisen- bzw. U-Bahnbetreiber und 3 Autobahnbetreiber und 3 Hafengebäudebetreiber. Hinzu kommen 5 Spezialisten für Wasserwerke und -Netze, 6 Spezialisten für erneuerbare bzw. Elektroenergie, 3 Betreiber von Telekommunikationsnetzwerken und 2 Infrastruktur-Generalisten. Die Unternehmen sind relativ breit über mehrere Länder verteilt. Mit 8 Aktien am stärksten vertreten sind in Hongkong börsennotierte Unternehmen, die überwiegend in China aktiv sind.

Die Aktien werden zu Jahresanfang gleichgewichtet und zum nächsten Jahresbeginn wieder auf Gleichgewicht rebalanziert.

In der einfachen Rückrechnung auf Basis dieser Regeln zeigen sich sehr attraktive Rendite- und Risikocharakteristika. Vereinfacht zusammengefasst ergibt sich seit Anfang 2008 eine etwas niedrigere Rendite bei erheblich geringeren Risiken im Vergleich zu einem sehr breit gestreuten MSCI World All Countries ETF. Auch in den ersten Wochen seit dem Start hat sich das Portfolio sehr gut weiterentwickelt.

Alle Regeln, Portfoliobestandteile und Renditen sind transparent dokumentiert<sup>125</sup>.

## ERSTES KONSEQUENT VERANTWORTUNGSVOLLES ESG-PORTFOLIO AUS IMMOBILIENAKTIEN

Immobilieninvestments gelten als sehr attraktiv, Immobilienaktien bisher nicht: Das weltweite Bevölkerungswachstum, zunehmende Anforderungen an die Wohn-, Arbeits- und Freizeitqualität, ein hoher Erneuerungsbedarf für bestehende Immobilien durch technologischen Wandel und aus Klimaschutzgründen und vor allem niedrige Kreditzinsen sprechen weiterhin für Immobilienanlagen. Hinzukommen Engpässe bei den Flächen, die bebaut werden dürfen.

Immobilien gelten als Sachwerte und daher als gute Absicherung in Finanzkrisen, obwohl die letzte große Kapitalmarktkrise in 2008 durch das Platzen der US-Immobilienblase ausgelöst wurde.

---

<sup>125</sup> Eine detaillierte Beschreibung und Begründung des Vorgehens findet sich in dem Dokument "Verantwortungsvolle (ESG) Portfolios: Konzept und Rückrechnungen im "Archiv" auf [www.diversifikator.com](http://www.diversifikator.com).

Aus Sicht institutioneller Kapitalanleger haben Immobilieninvestments zusätzlich den Vorteil, dass Immobilien selten bewertet werden und sich die Bewertungen zudem oft an denen der Vorperioden orientieren. Dadurch weisen Immobilienwerte typischerweise sehr geringe Schwankungen auf.

Weltweit sind ca. 10 bis 20 Prozent des aggregierten Anlegerkapitals in Immobilien investiert<sup>126</sup>. Es ist unklar, ob Immobilien als Anlagensegment aktuell überbewertet sind. Wenn man den einfachen Trendfolgesignalen von Diversifikator folgt, könnte das Anfang 2017 für europäische Immobilien(aktien)märkte der Fall sein<sup>127</sup>.

Eines der manchmal übersehenen Risiken ist die Konzentration von Immobilieninvestments einzelner Anleger, ein sogenanntes Klumpenrisiko. Für die meisten Anleger ist eine breite Diversifikation über direkte Immobilienbeteiligungen unmöglich. Wenn man in mehreren Ländern in Büro-, Industrie-, Wohn- und Freizeitimmobilien anlegen möchte, ist zu viel Kapital erforderlich.

Selbst für professionell gemanagte geschlossene internationale Immobilienfonds oder -Dachfonds sind meist mehrere Millionen Euro Mindestinvestment erforderlich und es ist nicht einfach, gute Fonds zu identifizieren. Außerdem fallen in solchen Fonds oft hohe Kosten an. Zudem sind die Risiken solcher Anlagen durch lange Investmenthorizonte ziemlich hoch. Das gilt vor allem für Investments in Ländern mit unzureichender Rechtssicherheit.

Hinzu kommt, dass mir kein Angebot bekannt ist, welches konsequent ökologische, soziale und Governance-Kriterien (ESG) bei der Investmentselktion berücksichtigt. Mir sind nur Fonds bekannt, die Wert auf energieeffiziente Gebäude legen.

Immobilienaktien sind eine interessante aber bisher in Deutschland unbeliebte Alternative, die mittelfristig durchaus typische Immobilienanlagecharakteristika hat. Durch den Kauf mehrerer Aktien kann man einfach ein global diversifiziertes und liquides Portfolio aufbauen. Allerdings kauft man sich neben den spezifischen Unternehmens- und Managementrisiken damit zumindest teilweise auch das allgemeine Aktienmarktrisiko ("Aktienbeta") ein.

Ich sehe verantwortungsvolle Anlagen ("responsible investments"), bei denen nur Aktien mit akzeptablen ESG- (Environment, Social und Governance) Charakteristika ins Portfolio kommen, als besonders attraktiv an. Es gibt zwar einige Immobilienaktienfonds, aber wenn man ein Portfolio aus „verantwortungsvollen“ Aktien haben wollte, fand man bisher kein einziges Angebot.

Wir haben daher ein ESG-konformes Immobilienaktienportfolio entwickelt. In das Portfolio werden nur Immobilienaktien und Equity-REITs ohne Mortgage REITs und ohne als Investmentfonds angesehene REITs aufgenommen. REITs sind meist fondsähnliche Real Estate Investment Trust, die überwiegend Eigenkapital- (Equity REITs) oder

---

<sup>126</sup> siehe „Diversifikator Asset Allokation und ETF-Selektion“ im Archiv auf [www.diversifikator.com](http://www.diversifikator.com)

<sup>127</sup> Diversifikator nutzt eine leicht modifizierte 200Tagelinie und wendet diese auf US- und europäische Immobilienaktien-ETFs an; siehe Dokument „Anlagekonzepte Diversifikator Weltmarktportfolio Basis Trend im „Archiv“ auf [www.diversifikator.com](http://www.diversifikator.com)



Fremdkapitalanlagen (Mortgage REITs) an Immobiliengesellschaften halten. Da ein Portfolio aus Sachwerten erstellt werden soll, werden Mortgage REITs ausgeschlossen.

Weil REITs fondsähnlich Strukturen sind, können einige ausländische REITs von Finanzämtern als intransparente Auslandsfonds klassifiziert werden. Das würde zumindest bis zum Inkrafttreten der nächsten Investmentsteuerreform Anfang 2018 zu erheblichen steuerlichen Nachteilen führen. Daher kommen nur als „Ordinary Shares“ klassifizierte REITs in das Portfolio.

Auf der Ebene von REITs fallen typischerweise nur sehr wenige Steuern an. Dafür sind REITs verpflichtet, einen Großteil ihrer Gewinne auszuschütten. Das wirkt tendenziell risikoreduzierend. Außerdem gibt es Studien die zeigen, dass REITs, besonders durch diese Pflicht zu Ausschüttungen, typischerweise über eine gute Unternehmens-Governance verfügen. Unter anderem weil REITs sich einfach und in letzter Zeit auch sehr günstig refinanzieren können, gelten ihre Immobilienportfolios oft als besonders attraktiv.

Das Vorgehen bei der Portfoliobildung ist identisch mit dem Vorgehen für andere ESG-Aktienportfolios von Diversifikator: Alle Immobilienaktien werden konsequent nach ESG-Kriterien selektiert. Gutes Abschneiden bei ESG-Kriterien ist daher nicht nur ein Zusatzkriterium wie bei anderen Portfolios, die ESG-Kriterien nutzen. In solchen Portfolios können durchaus Wertpapiere enthalten sein, die nach ESG-Kriterien nicht besonders gut sind, weil das durch besseres Abschneiden bei anderen Kriterien kompensiert wird.

Auf Basis eines möglichst großen Universums von Aktien mit externen und damit einfach nachprüfbareren ESG-Bewertungen<sup>128</sup>, wird der folgende regelbasierte und optimierungsfreie Selektionsprozess genutzt:

Stufe 1 dient der Operationalisierung des Selektionsuniversums. Die Portfolios sollen sowohl für Anleger mit relativ geringen Anlagesummen als auch für institutionelle Anleger geeignet sein. Somit werden die nach Marktkapitalisierung kleinsten und die illiquidesten Aktien, solche mit geringem Streubesitz aber auch Aktien mit sehr hohen Kursen pro Einzelaktien<sup>129</sup> ausgeschlossen. Weiterhin muss jeweils ein E, S und G Score bzw. Rating für die Aktien vorliegen.

Stufe 2 umfasst die Nutzung anerkannter ESG-„Ausschlusskriterien“. Das bedeutet, dass alle Unternehmen mit Aktivitäten in den Bereichen Alkohol, Tabak, Glücksspiel, Erwachsenenunterhaltung, Kriegswaffen und Militärzulieferung, Atomenergie, Genetisch veränderten Organismen (GMO) und Tierversuchen ausgeschlossen werden. Das gilt auch für Unternehmen, deren Haupttätigkeit das Öl-, Gas-, oder Kohle-Geschäft ist.

Stufe 3 ist ein sogenannter „Best-in-Class“ Ansatz: Zugelassen werden nur Wertpapiere, die in Bezug auf Governance (G) mindestens zu den Top 50% des Anlagesegmentes gehören, denn gute Unternehmensführung bzw. Governance ist unseres Erachtens der wichtigste ESG Faktor. Außerdem werden Wertpapiere mit den niedrigsten 10% der E und S Scores ausgeschlossen.

---

<sup>128</sup> wir nutzen Daten von Asset4/Thomson Reuters

<sup>129</sup> ein bekanntes Nicht-Immobilien- Extrem ist die Berkshire Hathaway mit über 200.000 USD

Erst Stufe 4 ist eine klassisch „ökonomische“: Es werden nur Titel selektiert, die nicht zu den 25% der Aktien im Selektions-Universum mit den höchsten Verlusten in den letzten 12 Monaten gehört haben. Grund: Hohe Verluste gelten als Indikator für mögliche Probleme des Unternehmens und außerdem haben sich Aktien mit niedrigem Risiko in der Vergangenheit als besonders attraktiv erweisen.

In Stufe 5 werden Unternehmen aus weniger entwickelten Ländern ausgeschlossen. Der Hauptgrund dafür ist die oft mangelhafte langfristige Rechtssicherheit. Hinzu kommt, daß die Risiken von Kinderarbeit und ähnlichen nicht erwünschten Arbeitsbedingungen höher sind.

Da es sich bei Immobilienaktien und REITS um ein relativ kleines Universum in Bezug auf die Anzahl börsennotierter Aktien handelt, erfolgt eine Beschränkung auf maximal 30 Wertpapiere im Portfolio. Es sollen aber immer mindestens 15 Titel enthalten sein, um eine gewisse Mindestdiversifikation zu erreichen.

Weltweit gab es knapp über 300 (2008) bis fast 700 (2017 „investierbare“ Immobilienaktien bzw. REITs. 58 (2007) bis 136 (2017) dieser Titel verfügen über die erforderlichen ESG-Ratings. Es werden nur wenige Titel von Einzeltitelbezogenen Ausschlusskriterien erfasst. Einige Wertpapiere, z.B. Unternehmen mit Hauptsitz in China und Thailand, fallen durch die Länderausschlüsse heraus.

Mit 40% der Aktien im Portfolio haben die USA den größten Anteil am Startportfolio. Das liegt aber noch unterhalb der US Allokation in den meisten globalen Immobilienaktienindizes. In Europa und Asien notierte Titel haben etwa gleichgroße Portfolioanteile. Es ist kein deutscher Titel im Portfolio vertreten. Die durchschnittlichen E, S und G Scores des Portfolios liegen in den Top 50% aller Unternehmen.

Die Aktien werden zu Jahresanfang gleichgewichtet und zum nächsten Jahresbeginn wieder auf Gleichgewicht rebalanziert. Eine regelmäßige Portfolioanpassung ist auch deshalb nötig, weil Immobilienaktien und besonders REITs typischerweise attraktive Dividenden ausschütten, die wieder angelegt werden sollen. Ein jährliches Rebalancing hat sich bei vielen Portfolios bewährt (siehe dazu z.B. Abschnitt „Rebalanzierungen“ auf [www.diversifikator.com](http://www.diversifikator.com)).

In der einfachen Rückrechnung auf Basis dieser Regeln zeigen sich sehr attraktive Rendite- und Risikocharakteristika. Vereinfacht zusammengefasst ergibt sich seit Anfang 2008 trotz der Immobilienkrise in 2008 eine nennenswert höhere Rendite bei etwas höheren Risiken im Vergleich zu einem sehr breit gestreuten MSCI World All Countries ETF. In den letzten drei Jahren lag das Beta zu dem ETF bei 0,84. Das ist geringer als erwartet. In den ersten Wochen seit dem Start hat sich das Portfolio sehr gut entwickelt.

Alle Regeln, Portfoliobestandteile und Renditen sind transparent dokumentiert<sup>130</sup>.

---

<sup>130</sup> Eine detaillierte Beschreibung und Begründung des Vorgehens findet sich in dem Dokument "Verantwortungsvolle (ESG) Portfolios: Konzept und Rückrechnungen im "Archiv" auf [www.diversifikator.com](http://www.diversifikator.com).

## "PUREESG" UND "REVERSE-ESG-INTEGRATION": BEWEISUMKEHR NÖTIG!

Bei Wissenschaftlern und institutionellen Anlegern scheint sich die Meinung durchzusetzen, dass Geldanlage mit Berücksichtigung von Environment, Social und Governance (ESG) Kriterien weder Renditen senkt noch Risiken erhöht. Oft werden sogar positive Auswirkungen festgestellt (siehe auch [hier<sup>131</sup>](#)). Dabei müssen ESG Anlagen gar nicht besser performen als andere Anlagen. Bei gleicher Performance spricht fast alles für die nachhaltige beziehungsweise verantwortungsvolle Geldanlage (s.a. [hier<sup>132</sup>](#)). Daher ist eine Beweisumkehr nötig: Ignoranten von ESG-Kriterien müssen beweisen, dass ihr Ansatz besser ist! ESG-ETFs bzw. PureESG Portfolios von Diversifikator können dafür als Benchmarks genutzt werden.

### Sehr unterschiedliche ESG Ansätze

Immer mehr Vermögensverwalter mit Fokus auf institutionelle Anleger nutzen inzwischen ESG Kriterien für die Kapitalanlage. Typischerweise wird dabei der etablierte Investmentansatz des Anbieters um Ausschlüsse z.B. von Streubombenherstellern ergänzt. Auch wenn nur wenige Ausschlüsse und keine speziellen ESG-Selektionskriterien genutzt werden, bezeichnen Anbieter solche Portfolios manchmal als "verantwortungsvoll" bzw. ESG-konform.

Zahlreiche Assetmanager verzichten neben Streumunion auf - je nach Anbieter bzw. Kunde durchaus unterschiedliche - andere Marktsegmente, die von Anlegern als "verantwortungslos" eingeschätzt werden. Die neueste Mode ist der Ausschluß von Energieversorgern, die überwiegend Kohle, Öl oder Gas einsetzen (Stichwort „Carbon Risk“).

Manche Vermögensverwalter exkludieren zusätzlich die Unternehmen aus anderen Branchen mit den schlechtesten ESG Rankings. In weitergehenden Ansätzen investieren Vermögensverwalter nur in die besten Unternehmen nach ESG Kriterien („Best-in Class“). Dabei werden oft branchenabhängige Mindestkriterien genutzt, um eine möglichst breite Branchenabdeckung zu erreichen. So kommen auch Unternehmen mit relativ schlechten ESG-Werten in manche "verantwortungsvolle" Portfolios.

### Neue Moden ESG-ETFs und Momentum-Strategien

Anbieter von ESG bzw. SRI (Socially Responsible Investment) ETFs (Exchange Trade Fonds) verfolgen typischerweise einen Best-in-Class Ansatz. Bis 2017 haben solche "verantwortungsvollen" ETFs ein Schattendasein geführt, in 2017 und 2018 sind sie aber stark gewachsen.

Eine zusätzliche Möglichkeit ESG-Kriterien zu nutzen, ist die aktive Einflussnahme durch Stimmrechtsausübung. Damit kann sogar gerechtfertigt werden, weiterhin bei nach ESG Kriterien relativ schlechten Unternehmen investiert zu bleiben. Dabei wird damit geworben, dass man bei schlechten Unternehmen umfassendere Verbesserungen und damit auch Wertsteigerungen erreichen kann als bei Unternehmen, die nach ESG Kriterien bereits als "gut" einzustufen sind.

---

<sup>131</sup> [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2699610](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2699610)

<sup>132</sup> <http://prof-soehholz.com/verantwortliche-esg-portfolios-brauchen-keine-outperformance-esg-etf-portfolio-mit-sehr-guter-performance/>

ESG-Momentum Strategen setzen auf - meist relativ "verantwortungslose" - Unternehmen, die aber bereits eine ESG-Ratingverbesserung gezeigt haben. ESG-Momentum-Anleger nutzen ihre Stimmrechte nicht unbedingt zur aktiven Einflußnahme aus.

Alternativ könnte man nur in die nach ESG-Kriterien bereits "guten" Unternehmen anlegen. Wenn institutionelle Anleger das machen würden, kann man davon ausgehen, dass "nicht gute" Unternehmen erhebliche Anstrengungen unternehmen werden, um ebenfalls Kapital von institutionellen Anlegern anzuziehen.

Am weitesten scheint inzwischen der "ESG-Integrationsansatz" verbreitet zu sein, bei dem ESG Kriterien zusätzlich zu bestehenden „ökonomischen“ Selektionskriterien des jeweiligen Vermögensverwalters genutzt werden. Bei manchen Anbietern haben ESG-Kriterien aber so nur einen sehr kleinen Einfluß auf die Titelselektion. Manchmal scheinen die ESG-Kriterien daher vor allem aus Marketinggründen bzw. zum sogenannten Greenwashing genutzt zu werden und nicht aus Überzeugung, dass ESG-Investing gut für Anleger und andere Stakeholder der Unternehmen ist.

### **ESG-Faktorinvestments als neueste Mode**

Die neueste Mode sind ESG Faktoransätze. Bisher wurden Faktorprodukte mit dem Anspruch verkauft, auf Faktoren wie (früher) Value, Small Cap oder Momentum oder (heute) Low Volatility oder Quality zu setzen, um eine bessere Performance für Anleger zu erreichen. Jetzt gibt es die ersten Produkte, die auf ESG als angeblichen Outperformancefaktor setzen. Wenn Anleger künftig so wirklich eine Outperformance erzielen, ist das sicher positiv. Realistisch ist eher, dass - wie bei traditionellen Faktoren - auch die Prognose von ESG-Faktoren, die langfristig Outperformance liefern sollen, sehr schwer ist und Anleger von ESG-Faktoransätzen enttäuscht werden.

### **Alternative: Passiver "PureESG" Ansatz ohne Repräsentativitätsanspruch**

Von diesen Ansätzen ist meine Firma Diversifikator am ehesten den ESG Indexanbietern zuzuordnen. Die Gemeinsamkeit mit Indexanbietern besteht darin, dass Diversifikator ebenfalls (bis auf Liquiditätskriterien und eine Grenze für "maximale 12Monatsverluste") ausschließlich ESG Kriterien zur Titelselektion bzw. Portfoliobildung nutzt und dabei komplett regelbasiert und optimierungsfrei vorgeht. Dieser Ansatz wird als "Pure ESG" bezeichnet.

Anders als ESG-ETF-Anbieter erhebt Diversifikator aber nicht den Anspruch, Märkte bzw. Marktsegmente repräsentativ abzudecken bzw. nur niedrige Abweichungen (Tracking Errors/Differences) zu traditionellen Indizes zuzulassen.

Dabei nutzen ESG-ETF-Anbieter bisher ausschließlich Indizes, die Titel nach ihrer Marktkapitalisierung gewichten. Diversifikator dagegen nutzt Gleichgewichtungen der Wertpapiere. Dafür gibt es mehrere Gründe: Kapitalgewichtung führt dazu, dass einige Anlagesegmente aber teilweise auch Einzelaktien, die eine besonders gute Performance hatten, oft einen hohen Portfolioanteil haben, was hohe Verlustrisiken bedeutet.

Statistisch zeigt sich, dass kapitalgewichtete Portfolios oft besonders schlecht rentieren im Vergleich zu alternativen Gewichtungen (siehe "[Plädoyer für gleichgerichtete Benchmarks](#)"<sup>133</sup>). Die Gleichgewichtung ist eine prognosefreie Gewichtsform mit sehr wenigen Annahmen. Um hohe Umschichtungskosten zu vermeiden, wird nur ein Mal pro Jahr rebalanziert, was sich in zahlreichen Analysen als effizient erwiesen hat (siehe Rebalanzierungen im Detailmenu auf [www.diversifikator.com](http://www.diversifikator.com)).

## "Reverse ESG-Integration" und mehrere ESG-Weltneuheiten

Das Vorgehen von Diversifikator kann man am besten anhand von Beispielen erklären:

1) Das Anfang 2016 aufgelegte (weltweit erste?) **ESG Portfolio aus ETFs** versucht die aggregierte Kapitalanlage aller Marktteilnehmer weltweit mit ESG ETFs nachzubilden. Da bisher nur Aktien- und Unternehmensanleihen ESG-ETFs in Deutschland angeboten werden, beschränkt sich das Portfolio aktuell auf diese beiden Anlagesegmente. Seit Januar 2017 wird zusätzlich ein ESG ETF-Portfolio mit Trendfolgesteuerung angeboten.

Das (weltweit erste?) Islamic ETF Portfolio muss dagegen noch komplett mit Aktien-ETFs auskommen. Um die Einheitlichkeit der ESG Kriterien sicher zu stellen, werden dabei nur ETFs auf ESG Indizes eines Anbieters genutzt, wofür mit MSCI derjenige mit dem breitesten Angebot an solchen Indizes ausgewählt wurde.

2) Seit Anfang 2017 werden auch (die weltweit ersten?) regelbasierten Infrastrukturaktien-, Immobilienaktien- und Deutsche Aktien **PureESG Portfolios** angeboten. Im Mai 2017 kamen zwei globale PureESG Aktienportfolios hinzu. Diese nutzen sehr weitgehende Ausschlüsse und Mindestanforderungen an ESG-Kriterien zur Einzelaktien Selektion. Zusätzlich werden die Aktien mit den höchsten Jahresverlusten der Vorperiode ("Max Loss") ausgeschlossen. Das kann man als "PureESG" oder als "Reverse-Integration" Ansatz bezeichnen, weil ESG- und nicht ökonomische Kriterien die Titelselektion bestimmen. Ein "Reverse Integration" Ansatz würde mit einem reinen ESG Portfolio starten und zusätzliche Nicht-ESG Kriterien nutzen, wenn diese die Performance verbessern können.

Insgesamt ergibt sich so ein sehr breites Angebot an konsequenten "reinen" ESG Investmentlösungen. Mir ist kein Anbieter mit einer so breiten PureESG-Palette bekannt.

## Kleine Änderungen des Selektionsverfahrens können zu starken Portfolioänderungen führen

Dabei wissen nicht alle Anleger, welche Auswirkungen "kleine" Regeländerungen haben können. Alleine die Reihenfolge der Anwendung von Kriterien kann zu sehr unterschiedlichen Portfolios führen. So haben wir zu Anfang 2018 nur die Reihenfolge der Anwendung von zwei Selektionskriterien geändert ("Ausschluss der Aktien mit den höchsten Verlusten erst nach den ESG Analysen", siehe [hier](#)<sup>134</sup>). Das hat uns trotz gleichzeitig erhöhter

---

<sup>133</sup> <http://prof-soehnholz.com/faktor-etfs-gut-fuer-anbieter-schlecht-fuer-anleger-ein-plaedoyer-fuer-gleichgewichtete-benchmarks-und-faktordiversifikation/>

<sup>134</sup> <http://prof-soehnholz.com/sehr-gute-pure-esg-performance-und-diversifikators-regelaenderungen-fuer-2018/>

Mindestanforderungen an ESG-Kriterien ermöglicht, die Anzahl der Aktien im Deutsche Aktien ESG Portfolio fast zu verdoppeln.

### **Attraktive Performance**

Interessant ist, dass die Performance der konsequent auf wenigen einfachen Regeln basierenden ESG-Portfolios - nicht nur der Rückrechnungen - ganz überwiegend sehr attraktiv ist.

Rückrechnungen von regelbasierten Portfolios können grundsätzlich einfacher erstellt und geprüft werden, als solche von aktiven Portfolios. Wenn die Regeln allerdings so aufgestellt wurden, dass sie eine möglichst gute Rückrechnungsergebnisse ergeben, wie das bei vielen "Smart-Beta" Portfolios der Fall ist, sind Rückrechnungen trotzdem kaum verlässlich. Auch komplexe und je nach Anlageuniversum differenzierte Regeln deuten auf "Beschönigungen" von Rückrechnungen hin.

Die Regeln der ESG-Portfolios von Diversifikator Portfolios wurden aufgrund von Erfahrungen und wissenschaftlichen Untersuchungen aufgestellt. Außerdem wurden diese Regeln vor den Rückrechnungen "eingefroren" und nicht so lange modifiziert, bis gute Rückrechnungen erreicht wurden, wie das bei neuen Produkten schon mal vorkommen soll ("Data Mining"). Hinzu kommt, dass für alle Anlagesegmente dieselben Regeln verwendet werden.

Nur in einem Fall wurden vor der Umsetzung verschiedene Regeln getestet. Allerdings wurden alle getesteten Regeln und die Ergebnisse aller Rückrechnungen dokumentiert und stehen permanent online (siehe "Archiv" auf [www.diversifikator.com](http://www.diversifikator.com) und speziell hier<sup>135</sup>). Es wurden auch nicht die Regeln mit den jeweils besten Rückrechnungsergebnissen ausgewählt sondern möglichst robuste Regeln, die für möglichst viele Portfolios akzeptable Rückrechnungsergebnisse zeigten. Damit wurden die strengen Anforderungen an Evidence based Investment Analysen (EBIA, siehe [hier](#)<sup>136</sup>) erfüllt, schon bevor dieser Begriff geprägt wurde.

Typischerweise sind die Echtperformances neuer Produkte schlechter als die Backtests. Das ist bei den ESG Portfolios von Diversifikator bisher oft umgekehrt: ESG-Portfolios von Diversifikator zeigen ähnliche Rückrechnungsergebnisse wie konventionelle ETFs, dafür ist die Echtperformance eher besser als die vergleichbarer konventioneller ETFs. Faktoranalysen zeigen, dass auch die Diversifikation der ESG-Portfolios gut ist (siehe "Faktoranalysen" im Detailmenu auf [www.diversifikator.com](http://www.diversifikator.com)).

### **Beweisumkehr und Nutzung von PureESG Benchmarks nötig**

„Aktive“ Portfoliomanager wehren sich oft gegen die umfassende Nutzung von Ausschluß- und Best-in-Class ESG-Kriterien, weil sie Performancenachteile befürchten. Wenn kostengünstiges „falsches“ "PureESG"-Vorgehen wie das von Diversifikator aber eine

---

<sup>135</sup> <https://diversifikator.com/de/wp-content/uploads/2017/01/161230%20Diversifikator%20Test%20von%20Risikomanagement-Modellen.pdf>

<sup>136</sup> <http://prof-soehholz.com/finanzanalysten-und-produktanbieter-koennten-probleme-mit-evidence-based-investment-analysis-ebia-haben/>



genauso gute oder sogar bessere Performance bringt als aktive Portfoliomanager, sollten sich Anleger überlegen, ob sie nicht lieber „passive“ bzw. regelbasiert-optimierungsfreie ESG Portfolios nutzen sollten. Zumindest sollten sie künftig aktive Portfoliomanager an PureESG Benchmarks messen.

Es muss also zu einer Beweisumkehr kommen: Traditionelle Geldanlageanbieter müssen zeigen, dass ihre Portfolios pure ESG Konzepte outperformen.

Hinweis: Das detaillierte ESG-Vorgehen von Diversifikator wird im Dokument "[Das Diversifikator Buch<sup>137</sup>](#)" beschrieben.

## SEHR GUTE "PURE" ESG PERFORMANCE UND DIVERSIFIKATORS REGELÄNDERUNGEN FÜR 2018

Diversifikator nutzt einen "most-passive" Investmentansatz. Das heißt aber nicht, dass es keine Regeländerungen gibt. Eine der Regeln besagt nämlich, dass spätestens zum Jahresende alle Regeln überprüft werden müssen ("kontinuierlicher Verbesserungsprozess"). Vor allem wenn neue relevante wissenschaftliche Erkenntnisse vorliegen, können die Regeln auch verändert werden. Aber auch Anregungen von Anlegern und Interessenten an den Portfolios können berücksichtigt werden. Dabei sollen Regeln aber nur behutsam geändert werden. Im Folgenden haben wir die wichtigsten Regeländerungen für 2018 aufgeführt und die Performance für 2017 analysiert:

### 1) Aktualisierte Regeln für die ETF-Portfolios

Es liegt kein relevantes neues Research zum realen Weltmarktportfolio (WMP) vor, welches zu Veränderungen des WMP Basis von Diversifikator Portfolios führen. Das Weltmarktportfolios Basis und auch die daraus abgeleiteten Portfolios werden daher auf die Allokation vom 1.1.2017 zurückgesetzt. Da ausländische thesaurierende ETFs nach der Investmentsteuerreform, die zu Beginn 2018 in Kraft tritt, steuerlich nicht mehr aufwändiger sind, werden sie künftig bei der Selektion nicht mehr benachteiligt. Das WMP Stars wird aufgrund geringer Ratingänderungen in der Vergangenheit künftig so wie alle anderen Portfolios nur noch einmal pro Jahr geändert.

### 2) Portfolioänderungen aufgrund neuer/günstigerer ETFs

Neu am Markt erhältliche ESG-ETFs für europäische Unternehmensanleihen führen zu je einem zusätzlichen ETF in den zwei ESG ETF Portfolios. Mit einem dadurch insgesamt höheren Anleiheanteil nähert sich die Asset-Allokation der des WMP Basis. "Alternatives" gibt es jedoch weiterhin nicht als ESG-ETFs. Anleger können jedoch die Real Estate und Infrastruktur ESG-Portfolios von Diversifikator nutzen.

Darüber hinaus gibt es nur wenige Änderungen einzelner ETFs, die vor allem darauf zurückzuführen sind, dass etwas günstigere ETFs angeboten werden als bisher. Eine relevante Kostenreduktion von 0,21% p.a. gibt es jedoch bei einem ETF auf europäische

---

<sup>137</sup> <https://diversifikator.com/de/wp-content/uploads/180101-Das-Diversifikator-Buch.pdf>

Immobilienaktien. Insgesamt wird in den WMP Basis Portfolios ein ETFs ausgetauscht, 4 beim WMP Basis Income und einer beim WMP S.

### **3) Direkte regelgebundene „pure ESG“ Aktienportfolios**

Diversifikator nutzt ab 2018 die geänderten E, S und G Definitionen von Thomson Reuters zum jeweils letzten verfügbaren Stand.

Aufgrund des zunehmend größeren Universums von nach ESG-Kriterien beurteilten Aktien konnten die Anforderungen an ESG-Mindestkriterien erhöht werden. Research der Universität Leipzig zeigt, dass schon der Ausschluss von Aktien ohne ESG Rating attraktiv ist. Diversifikator schließt zusätzlich jetzt auch alle Aktien aus, die die jeweils 25% schlechtesten E, S oder G Ratings haben. Dadurch, dass künftig der Ausschluss der Aktien mit den höchsten Verlusten erst nach den ESG Analysen erfolgt, kann die Titellanzahl in den Portfolios trotzdem steigen. Falls Titel im Laufe des Jahres herausfallen, wie es zum Beispiel bei Immobilienaktien durch Akquisitionen erwartet wird, werden diese erst zu Jahresende ersetzt.

Trotz der Regeländerungen bleiben 12 der 15 Titel des Jahres 2017 auch 2018 im Deutsche Aktien ESG Portfolio. Zwei der drei Abgänge (Brenntag, Linde, Infineon) sind darauf zurückzuführen, dass die Ausschlüsse von Unternehmen mit signifikanten Aktivitäten im Bereich fossiler Energieträger jetzt auf alle ESG Aktienportfolios angewendet werden (Diese wurden seit deren Start im Mai 2017 für die globalen Aktienportfolios verwendet, jedoch noch nicht für die drei Ende 2016 gestarteten Portfolios). Zusätzlich können 10 weitere Titel die aktualisierten Selektionskriterien erfüllen, so dass mit jetzt 25 Titeln schon fast die Zielanzahl von 30 erreicht wird. Das Portfolio ist gut nach Branchen diversifiziert.

Im Real Estate ESG Portfolio bleiben 11 Titel unverändert. Das Portfolio bleibt weiter gut diversifiziert nach Immobiliensegmenten, hat mit künftig fast 50% aber eine relativ hohe Allokation zu Unternehmen mit Hauptsitz bzw. Börsennotierung in Großbritannien.

Beim Infrastructure ESG Portfolio bleiben 12 von 30 Titeln erhalten. Das Portfolio bleibt gut diversifiziert nach Ländern und Segmenten.

Erwartungsgemäß ergeben sich die meisten Änderungen beim Portfolio mit den weitestgehenden Anforderungen, nämlich beim Global Equities ESG S, bei dem sich alle 5 Titel ändern. Das liegt unter anderem daran, dass die ESG-Ratings der besten Titel sehr eng beieinander liegen.

Im Global Equities ESG Portfolio bleiben 12 der 30 Positionen auch 2018 im Portfolio. Die Segmentdiversifikation beim globalen ESG Portfolios bleibt gut, aber beide globale ESG Portfolios werden US-lastiger. Das liegt auch daran, dass die meisten Aktien des relevanten US Universums in 2017 bei den maximalen Verlusten besonders gut abschnitten.

### **4) Sehr gute 2016er Performance der ETF-Portfolios wird 2017 nicht durchgehalten**

Die Performance des Weltmarktportfolio Basis (+0,8%) und damit auch der daraus abgeleiteten Portfolios war im Gegensatz zum sehr guten Jahr 2016 nicht gut (das 50/50 ETF Benchmarkportfolio hat +4,8% erreicht). Da die Portfolios die Kapitalanlage aller Investoren

weltweit abbilden, werden Währungskurse nicht gehedgt. Die hohe Allokation zum US Dollar hat sich daher in 2017 besonders negativ bemerkbar gemacht. Auch die aus dem „echten“ Weltmarktportfolio abgeleiteten recht hohen Allokationen zu alternativen Anlagen (Alternatives ETF-Portfolio +0,8%) wie Immobilien und Infrastruktur aber auch einige Rohstoffsegmente haben sich in 2017 im Gegensatz zu 2016 negativ ausgewirkt.

Das Islamic ETF-Portfolio (+7,7%) und das ESG ETF-Portfolio (+5,2%) haben in 2017 befriedigend rentiert. Wenn man 2016 einbezieht, sind die Renditen fast aller Portfolios weiterhin gut bis sehr gut. Die Trendfolgeportfolios, die in relativ gleichmäßig steigenden Märkten üblicherweise nicht sehr gut abschneiden, und auch das „Stars“ Konzept, also die ratingbasierte ETF-Selektion, haben sich allerdings noch nicht bewährt.

## **5) Herausragende Performance der ESG-Aktienportfolios trotz 1,19% Kostenpauschale**

Das Deutsche Aktien ESG Portfolio hat +20,8% erreicht. Eine vergleichbare Mischung aus DAX und MDAX ETFs hätte ca. +14,3% erreicht. Das sind +6,5 Prozentpunkte Outperformance.

Das Infrastructure ESG Portfolio hat +15,7% erreicht. Der Vergleichs-ETF +4,2% (DBXT S&P Global Infrastructure ETF 1C). Das sind +11,5 Prozentpunkte Outperformance.

Das Real Estate ESG Portfolio hat 9,4% erreicht. Der Vergleichs-ETF -4,6% (SPDR® Dow Jones Global Real Estate ETF). Das sind +14,0 Prozentpunkte Outperformance.

Auch die beiden Global Equities ESG Portfolios haben den Vergleichs-ETF seit ihrem Start Anfang Juni erheblich outperformt.

Das ist besonders erfreulich, denn die genutzten Ausschlusskriterien sind sehr umfassend und es wurden auch keine Restriktionen z.B. in Bezug auf Länder oder Marktsegmente angewendet. Wieder einmal zeigt sich: Kapitalanlage nach ESG Kriterien führt nicht unbedingt zu schlechteren Anlageergebnissen.

## **VERANTWORTUNGSVOLLE GELDANLAGE KANN EINFACH, GÜNSTIG UND GUT SEIN**

Oft wird angenommen, dass man bei sogenannten „guten“ Anlagen auf Rendite verzichten muss. Das stimmt aber nicht. Meistens bringen verantwortungsvolle Anlagen genauso gute Renditen ein wie andere Anlagen, wie viele wissenschaftliche Untersuchungen zeigen (siehe z.B. Friede, Gunnar; Busch, Timo; Bassen, Alexander (2016): Auswirkungen von ESG-Faktoren auf die Performance von Finanzanlagen, Absolut impact Nr. 1, S. 26-31).

### **Viele Bezeichnungen**

Aber was sind verantwortungsvolle Anlagen? Verantwortungsvolle Anlagen werden auch als ESG-Anlagen bezeichnet. Dabei stehen die drei Buchstaben für Ecology/Ökologie, Social/Soziales und Governance/Unternehmensführung. Zusätzlich gibt es die Begriffe nachhaltige oder sustainable Investments, die sich beide meist eher auf die ökologische

Dimension beziehen, und Socially Responsible Investments (SRI), die den sozialen Aspekt hervorheben. Manchmal wird auch von ethisch oder religiös basierten Investments gesprochen, wie sie z.B. von Kirchenbanken angeboten werden. Relativ neu sind sogenannte Impact Investitionen. Dabei werden Geldanlagen favorisiert, die positive Auswirkungen vor allem auf die Faktoren E und S haben sollten, z.B. Investitionen in erneuerbare Energien oder kostengünstige Bildung.

### **Einfache Klassifikationsmöglichkeit**

Für Investmentprofis sind verantwortungsvolle Anlagen typischerweise solche, die möglichst wenig negative Auswirkungen auf Umwelt, Kunden, Mitarbeiter, Lieferanten, Investoren und Nachbarn bzw. Kommunen bzw. die Gesellschaft im Allgemeinen haben. So werden Waffenhersteller von vielen Anlegern ausgeschlossen. Im strengeren Sinn sind verantwortungsvolle Anlagen sogar positiv für einen oder mehrere der E,S oder G Dimensionen.

### **Aktive Fondsmanager und benchmarkorientierte Anleger sind skeptisch**

Geldanlageverwalter sind oft negativ in Bezug auf ESG eingestellt, weil sie ihre Freiheit bei der Geldanlage nicht beschränken wollen. Bei weniger Anlagemöglichkeiten erwarten sie geringere Renditen für ihre Anleger oder höhere Risiken. Traditionelle Vermögensverwalter und Banken haben daher oft keine ESG-Anlagen im Angebot<sup>138</sup>. Wissenschaftlich ist das nicht unbedingt nachvollziehbar. Es gibt zum Beispiel zahlreiche Untersuchungen die zeigen, dass schon relativ wenige Aktien genügen, um eine ausreichend breite Streuung der Kapitalanlagen zu erreichen.

Großanleger wie Versicherungen und andere Altersvorsorgeeinrichtungen haben ein anderes Problem mit verantwortungsvollen Anlagen. Ihre Anlageziele werden in Relation zu traditionellen Indizes festgelegt. So kann es heißen, dass für ihre Aktienanlagen eine ähnliche Performance wie für einen bekannten Weltaktienindex erreicht werden soll. Ein verantwortungsvolles Portfolio weicht aber sicher vom Weltaktienindex ab, weil einige der dort enthaltenen Branchen bzw. Unternehmen ausgeschlossen werden. Solche an traditionellen Indizes orientierte Kapitalanleger legen daher nicht gern verantwortungsvoll an, weil sie damit sicher Abweichungen zum Index haben, einen sogenannten Tracking Error.

### **ESG-Investments werden trotzdem populärer**

Trotzdem nimmt die Nutzung von ESG Kriterien bei professionellen Anlegern zu. Diese setzen grundsätzlich gerne auf Unternehmen, die möglichst viel Soziales und für den Umweltschutz tun und auch sonst gut geführt werden, obwohl das zusätzliche Kosten verursachen kann. Solche Unternehmen haben aber tendenziell zufriedener Kunden und Mitarbeiter. Mit der Nutzung von ESG-Kriterien wollen Profianleger aber vor allem Risiken vermeiden, die mit Investments in schlechte ESG-Titel verbunden sind. Unternehmen, die bei ESG Kriterien schlecht abschneiden, haben unter anderem Reputations- bzw. Skandalrisiken und werden daher als riskanter als Unternehmen eingeschätzt, die ordentlich bei ESG Kriterien abschneiden. Profianleger befürchten neben Verlusten mit schlechten ESG Titeln

---

<sup>138</sup> <http://prof-soehnholz.com/warum-privatkunden-noch-nicht-aktiv-nach-esg-portfolios-fragen/>

auch, dass ihre eigene Reputation unter schlechten ESG-Investments leiden kann, wenn solche Investments öffentlich werden.

Es gibt aber eine kleine Gruppe von Geldanlegern, die sogar bewusst in schlechte Unternehmen nach ESG Kriterien anlegen. Angeblich sollen solche Aktien von Sündenunternehmen wie Zigaretten- oder Alkoholherstellern oft besonders gut performen. Neue Untersuchungen zeigen aber, dass die Outperformance, sofern sie überhaupt vorhanden ist, nicht darauf zurückzuführen ist, dass es sich dabei um besonders unverantwortliche Unternehmen handelt sondern auf andere Faktoren wie eine hohe Profitabilität (s. <https://www.robeco.com/en/insights/2017/09/research-reveals-why-sin-stocks-outperform.html>), die auch mit verantwortungsvollen Unternehmen erreicht werden kann.

## **Es gibt diversifizierte, liquide und günstige ESG-Anlagen**

Wenn man verantwortungsvoll anlegen möchte, ist zunächst die Art der Investments festzulegen. Investments in einzelne Projekte bzw. Aktien können sehr riskant sein. Man sollte daher auch verantwortungsvolle Anlagen streuen. Dazu bieten sich Fonds an, die mehrere Anlagen zusammenfassen.

Geschlossene Fonds waren lange Zeit die vorherrschende Form der Anlage. Sie haben den Nachteil, dass sie Anlagegelder meist für relativ lange Zeit binden. Außerdem sind sie oft nur relativ wenig gestreut und teuer.

Offene Fonds, die in liquide Wertpapiere investieren, können typischerweise täglich verkauft werden und sind oft viel günstiger als geschlossene Fonds. Das gilt aber nicht für alle offenen verantwortlichen Fonds. Wenn Ausgabeaufschläge erhoben werden und Kosten von über 3 Prozent pro Jahr anfallen ist es sehr schwer für Anleger, attraktive Renditen zu erwirtschaften.

Inzwischen gibt es aber auch ETFs, also passive, diversifizierte und günstige Fonds für verantwortungsvolle Geldanlagen. Dabei handelt es sich ganz überwiegend um Aktien-ETFs, die ebenso wie normale Aktienfonds erheblichen Schwankungen unterliegen können. Auch die relativ neuen sogenannten Green-Bonds, also Anleihen, die nur ökologisch gute Projekte finanzieren sollen, können schon als ETF gekauft werden. Allerdings können auch Unternehmen, die nicht durchgängig sehr verantwortungsvoll sind, Green Bonds begeben. Die Anleihen sind daher nicht unumstritten.

Generell haben aktive Fondsmanager es schwer, passive ETFs zu schlagen. Es scheint so, als wenn auch aktive ESG-Fonds Schwierigkeiten haben, besser als passive ESG ETFs zu rentieren.

## **Neue diversifizierte Multi-ETF und Speziallösungen**

Meine Firma Diversifikator hat Anfang 2016 als meines Wissens erster Anbieter ein Multi-ETF Portfolio gestartet, daß neben verantwortungsvollen Aktien-ETFs auch einen verantwortungsvollen Unternehmensanleihe-ETF umfasst. Zusätzlich gibt es ein Islamic-ETF Portfolio. Seit Anfang 2017 wird das ESG ETF-Portfolio auch mit Trendfolge-Risikosteuerung angeboten. Zur Risikoreduktion wird eine Beimischung von

verantwortungsvollen Tages- bzw. kurzfristigem Termingeld empfohlen, das z.B. von Banken wie Triodos oder der GLS angeboten wird.

### **Bei spezialisierten Anlagen sind vor allem ESG-Dimensionen und Ausschlüsse zu beachten**

Für Anleger in spezialisierte verantwortungsvolle Produkte ist vor allem wichtig zu beachten, ob alle oder nur einige E, S und G Dimensionen bei der Produktstrukturierung berücksichtigt werden.

In Deutschland sind zum Beispiel Investitionen in erneuerbare Energien sehr populär, die allerdings manchmal nur die Dimension „E“ befriedigend abdecken.

ESG Investment bauen typischerweise auf ESG-Analysen auf. Dabei werden teilweise über einhundert E, S und G Faktoren pro Unternehmen bzw. Projekt erfasst. Unterschiedliche ESG-Analysten bzw. ESG-Agenturen fassen diese Daten zu sogenannten ESG-Urteilen bzw. Ratings zusammen. Diese können konzeptionell recht unterschiedlich sein. Erste Untersuchungen zeigen aber, dass sich die besten und schlechtesten Unternehmen bei unterschiedlichen ESG- Analysten typischerweise kaum voneinander unterscheiden. Die Auswahl des ESG-Daten- bzw. Ratinganbieters ist daher offenbar nicht so wichtig.

ESG-Produkte unterscheiden sich eher nach dem Umfang von Ausschlüssen. Bei dem Indexanbieter MSCI zum Beispiel werden Unternehmen mit nennenswerten Aktivitäten in den Bereichen Alkohol, Atomenergie, Erwachsenenunterhaltung, genetisch veränderten Organismen (GMO), Glücksspiel, Tabak und Waffen ausgeschlossen.

Meine Firma Diversifikator schließt bei den direkten Aktienportfolios zusätzlich Unternehmen mit Haupttätigkeit im Öl-, Gas-, oder Kohle-Geschäft, mit Tierversuchen und, vor allem um Kinderarbeit zu vermeiden, auch Aktien aus Ländern aus, die nicht zu den am stärksten entwickelten gehören.

Ähnlich wie bei den wissenschaftlichen Untersuchungen generell festgestellt, ist die Performance der meisten dieser Portfolios sehr gut.

### **ESG-Individualisierung jetzt auch für Privatkunden**

Diversifikator bietet bald und meines Wissens als erster Portfolioanbieter auch zahlreiche individualisierbare passive ESG Portfolios aus Einzelaktien an. Das ist deshalb besonders wichtig, weil ESG- und selbst Impact-Indizes bzw. Portfolios Unternehmen enthalten können, die nicht unstrittig sind.

So enthält der MSCI Welt SRI Index Ende Oktober 2017 unter anderem die folgenden Top-Positionen:

MICROSOFT CORP  
PROCTER & GAMBLE CO  
INTEL CORP



CISCO SYSTEMS  
ROCHE HOLDING GENUSS  
DISNEY (WALT)  
MCDONALD'S CORP  
TOTAL  
NVIDIA  
SAP

Microsoft wird auch als „Datenkrake“ bezeichnet, Procter & Gamble bietet nicht nur umweltfreundliche Produkte an und Roche Pharma ist auch nicht jedermanns Sache.

Kritik kann man sicher auch einigen der Top 10 Investments im MSCI Welt Impact üben:

JOHNSON MATTHEY  
ABBVIE  
UMICORE  
SCHNEIDER ELECTRIC  
SEKISUI HOUSE  
GILEAD SCIENCES  
EAST JAPAN RAILWAY CO  
VESTAS WIND SYSTEMS  
PEARSON  
PROCTER & GAMBLE CO

### **Fazit: Besser „gut“ investieren**

Bei verantwortungsvollen Anlagen gibt es keine objektiv richtigen Kriterien. Auch quantitativ findet man keine einzelnen signifikanten Kriterien, mit denen man besonders gute Performance erreichen kann<sup>139</sup>. Wenn man aber darauf achtet, dass die Wertpapiere nach E, S und G Kriterien nicht zu den schlechtesten gehören, kann man sogar attraktive Renditen bei vertretbaren Risiken erreichen. Und wenn mehr Geld nach ESG-Kriterien angelegt wird, werden Unternehmen hoffentlich dazu angeregt, sich zu verbessern und das ESG-Niveau steigt im Laufe der Zeit. So steht ESG für **E**infach **S**uper **G**ut.

## **BEDROHT DIE EU (ESG) REGULIERUNG AKTIVES ASSETMANAGEMENT?**

Ende Januar 2018 hat eine offiziell von der Europäische Kommission gebildete Expertengruppe ihre Ratschläge vorgelegt („EU High-Level Expert Group on Sustainable Finance“ (HLG)). Sie sollte Ratschläge entwickeln, wie Geldflüsse in nachhaltige Investments gelenkt werden können und was Finanzinstitutionen und Regulatoren unternehmen sollten, um das Finanzsystem von Nachhaltigkeitsrisiken zu schützen (S. 5 des Reports).

In dem Report wird Folgendes thematisiert:

---

<sup>139</sup> <http://prof-soehnholz.com/fonds-pri-academic-esg-responsible-investment-research-quantitativ>

1. Ein Klassifizierungssystem (Taxonomy) um Klarheit zu schaffen, was Nachhaltigkeit bedeutet
2. Anlegerpflichten in Bezug auf die Erreichung eines nachhaltigeren Finanzsystems
3. Die Transparenz von Finanzinstitutionen und Unternehmen in Bezug auf die Nachhaltigkeit ihrer Entscheidungen zu erhöhen
4. Ein EU-weites "Label" für grüne Investmentfonds
5. Wie europäische Aufsichtsbehörden Nachhaltigkeit berücksichtigen sollen
6. Ein europäischer Standard für grüne Anleihen

Darüber will die Europäische Kommission in Kürze entscheiden (s. EU Pressenotiz vom 31.1.2018).

Konsequent umgesetzt könnten die Empfehlungen dazu führen, dass „aktives“ Assetmanagement eingeschränkt würde und Finanzierungen für Unternehmen aus kritischen Branchen bzw. mit schlechten ESG Ratings teurer würden. Der Report hat auch weitere Schwächen.

Die High Level Group (HLG) fordert, dass ESG Kriterien bei der Kapitalanlage berücksichtigt werden sollen. Sie sagt aber wenig dazu, wie das in der Praxis erfolgen soll.

### **Verlässliche ESG Ratings gibt es nur für liquide Aktien und Anleihen**

Für Aktien und Anleihen gibt es inzwischen zahlreiche „Sustainability Rating Agencies“. Diese liefern nach teils recht unterschiedlichen Methoden Ratings für inzwischen tausende von liquiden Aktien und Anleihen weltweit. Für Small-Caps, kleine Anleihen und vor allem alternative bzw. illiquide Investments gibt es jedoch kaum verlässliche ESG Ratings. Das wird im Report vernachlässigt. Vorgaben sollten sich daher zunächst auf liquide Aktien und Anleihen beziehen. Und bevor ein regulatorisch vorgegebener Standard gefordert wird sollte man fragen, ob nicht eine Selbstregulierung möglich ist.

Was eine Standardisierung Anlegern, der Umwelt oder Sozialsystemen bringt, ist ebenfalls unklar. Typische ESG Ratings haben über einhundert Unterkriterien. Soll vorgeschrieben werden, welche genau genutzt werden und wie sie gerichtet werden sollen? Auf welcher Basis soll diese Vorgabe erfolgen?

### **Eine zusätzliche Nutzung von ESG Kriterien bringt Anlegern relativ wenig**

Die Probleme der praktischen Umsetzung auch bei diesen Anlagen kann man anhand des folgenden Beispiels sehen:

Die Mehrheit der heute angebotenen Kapitalanlageprodukte sind „aktiv“. Das heißt, dass Produkthanbieter versuchen, passive Indizes zu schlagen. Dafür müssen sie von den Indizes abweichen. Um Indizes zu schlagen, wird oft auf angeblich bewährte Faktoren wie (relativ geringe) Unternehmensgröße, (relativ geringe) Unternehmensbewertung, Momentum oder „niedrige Volatilität“ gesetzt. Wenn Produkthanbieter gezwungen werden, zusätzlich ESG Kriterien zu berücksichtigen, werden sie ihre Anlagestrategien nicht komplett verändern wollen bzw. glaubwürdig verändern können.

Ein Anbieter und seine Kunden, die bisher auf die vier Faktoren „Small Cap“, „Value“, „Momentum“ und „Low Voll“ gesetzt haben, werden „ESG“ im besten Fall zu einem Fünftel berücksichtigen. Sehr viele Produkte nutzen aber noch mehr als diese Faktoren mit denen sie versuchen, Kapitalanleger für ihre Produkte zu begeistern. ***Der Anteil der ESG Kriterien wird daher eher erheblich unter 20% liegen und damit kaum Einfluß ausüben - weder auf die Performance von Anlegern noch auf die Wertpapieremittenten.***

Für die Wertpapierselektion werden typischerweise die ESG Kriterien einer Sustainability Rating Agentur genutzt. Diese Agenturen berücksichtigen meist über einhundert einzelne ESG Kriterien. Nehmen wir an, E, S und G werden gleich gewichtet, dann hat E einen Anteil von 33,3% an den ESG-Selektionskriterien. Jedes einzelnen der E-Subkriterien hat aber nur ca. 1% Gewicht an den ESG Kriterien, wenn auch die Subkriterien gleich gewichtet wären. Selbst bei 100% Auswirkung von ESG Kriterien auf die Titelselektion („pure ESG“), hat eine starke Veränderung bei einem der Kriterien kaum eine Auswirkung auf die Aktienselektion bzw. die Portfolioperformance. So kann man auch nicht erwarten, dass Unternehmen sich sehr anstrengen werden, um ihre ESG Scores zu verbessern.

Eine Regulierung, die nur die Nutzung von ESG Kriterien vorschreibt ohne deren Umfang/Einfluss zu definieren, würde kaum etwas bewirken. Und eine hoher Umfang/Bedeutung von ESG Kriterien wäre ein sehr starker Eingriff in die Assetmanagement-Branche und daher wohl kaum durchsetzbar.

### **Trotzdem gibt es keine gute Ausrede, ESG Kriterien nicht zu nutzen**

Die Ratingkomplexität hat aber auch Vorteile. Es dürfte für Anleger ziemlich egal sein, welche Art von ESG Rating bzw. welche Sustainability Rating Agentur genutzt wird, solange diese alle drei E, S und G Kriteriengruppen nutzt und die Kriteriengruppen mehr oder weniger gleich gewichtet. Ein „offizielles“ Klassifikationssystem wäre daher gut für die Transparenz, würde aber kaum zu besseren Anlageergebnissen führen.

Außerdem: Wenn es keine Performancenachteile durch die zusätzliche Nutzung von ESG Kriterien gibt, gibt es auch keine Ausreden, diese nicht zu nutzen. Man kann nämlich argumentieren, dass schon eine geringe Berücksichtigung von ESG Kriterien durch Großanleger (bzw. viele Kleinanleger), dazu führt, dass Aktien- und Anleiheemittenten diese künftig stärker beachten würden. Das würde der Gesellschaft nutzen. Aber wie hoch sollte der Anteil der ESG Kriterien bei der Selektion von Wertpapieren sein? Das kann und wird man regulatorisch kaum vorgeben, darauf müssen Anleger schon selbst achten.

Etwas anders sieht es mit dem Thema ESG-Ausschlüsse aus.

## **Ausschlüsse kann man kontrovers diskutieren**

So kann man z.B. Wertpapiere ausschließen, die bestimmten Kriterien nicht genügen. Für fast alle Ausschlusskriterien kann man neben Befürwortern jedoch auch Gegner finden: Braucht man Atomenergie, weil sie klimafreundlich ist, oder schließt man sie aus? Sollen Waffenhersteller 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? Sollen Lotterien und Glückspielanbieter legal sein, weil sie viele Steuereinnahmen bringen? Sollen Kirchen gegen Alkohol im Portfolio sein, obwohl ihnen Weingüter und Bierbrauereien gehören? Soll Tabakkonsum aus steuerlichen Gründen oder weil eine frühe Sterblichkeit die Gesundheitskosten senkt, zugelassen werden? Einige (andere) Drogen sind z.B. in den Niederlanden und neuerdings auch in den USA aus nachvollziehbaren Gründen legal. Sollen die ausgeschlossen werden? Und muss man fossile Energien ausschließen, weil sie dem Klima schaden? Andererseits werden sehr viele Unternehmen und Privatpersonen noch lange auf fossile Energien angewiesen sein (dieser Abschnitt stammt aus dem Beitrag [„Verantwortliche \(ESG\) Portfolios brauchen keine Outperformance“<sup>140</sup>](#)).

## **Bei hohen ESG Anforderungen lieber gleich passiv „pure ESG“ investieren**

Wenn man viele Ausschlüsse nutzt, wird das Anlageuniversum reduziert. Wenn dann noch relativ hohe Anforderungen an die ESG Kriterien hinzukommen, die gleichzeitig erfüllt werden müssen, wird das Anlageuniversum noch weiter reduziert. Trotzdem können „pure ESG“ Portfolios auch unter Berücksichtigung strenger Ausschlusskriterien attraktive Renditen bringen, wie zahlreiche ESG bzw. SRI Indizes oder auch die Portfolios meiner Firma Diversifikator zeigen (Diversifikator verfolgt einen most-passive „pure ESG“ Ansatz, ähnlich wie ihn auch ESG-Indexanbieter nutzen. Vereinfacht gesagt, machen ESG Kriterien 100% der Selektionskriterien für Aktien aus).

Soll man aber deshalb so weit gehen Ansätze zu verbieten, die keine „pure ESG“ Strategie verfolgen? Das wäre sicherlich nicht durchsetzbar. Aber Anleger sollten diese Zusammenhänge kennen. Ob die (aktive) Assetmanagementbranche aber die richtige ist, um Anleger darüber aufzuklären, kann bezweifelt werden.

Auf der Basis dieser Überlegungen habe ich die folgenden Kommentare zu einzelnen Empfehlungen der HLG:

## **Der Report empfiehlt t.w. weniger Transparenz, stattdessen ist aber mehr Aufklärung nötig**

„There is considerable evidence that individual investors would prefer long-term sustainability issues to be considered by their investment providers (S.20) und „Sustainability cannot develop in a context where investment is dominated by short-term considerations“ (S. 45). Dem stimme ich zu.

---

<sup>140</sup> <http://prof-soehnholz.com/verantwortliche-esg-portfolios-brauchen-keine-outperformance-esg-etf-portfolio-mit-sehr-guter-performance/>

Daher wird empfohlen: „Companies lengthening reporting intervals to the extent possible and focusing more strongly on issues and metrics that are relevant to the long-term success of the business.“ (S. 47). Das widerspricht aber Transparenzanforderungen, davon halte ich daher gar nichts. Ich halte mehr von Aufklärung. So gibt es ziemlich viele Studien die zeigen, dass Short-Termism bzw. Trading sicher zu höheren Kosten führt aber eher selten zu besseren Anlageergebnissen. Das muss besser kommuniziert werden.

„Very few retail investors currently have the opportunity to invest according to these preferences“ (S. 27), weil so wenige entsprechende Produkte angeboten werden bzw. so wenig Werbung für ESG gemacht wird. Dem stimme ich zu: Mehr Angebote sind nötig. Die wird man aber kaum durch mehr Regulierung erreichen sondern eher durch mehr Aufklärung über die fehlenden Nachteile von (puren) ESG-Investments.

„Clarification that fiduciary duties of asset owners and asset managers includes integrating environmental, social and governance (ESG) considerations into decision making“ (S.21). Ein nur geringer Einfluß von ESG Kriterien bei der Kapitalanlage hat jedoch kaum Einfluß auf die Anlegerperformance bzw. ist eher Schönfärberei oder „Greenwashing“. Die Vorgabe einer starken Berücksichtigung von ESG Kriterien führt jedoch zu einer Gefährdung der (aktiven) Assetmanagementbranche. Auch hier ist m.E. mehr Aufklärung der Kapitalanleger einer (anderen) Regulierung vorzuziehen.

### **Berater sollen ihren Kunden noch mehr Fragen stellen als jetzt schon**

Darauf zielen die folgenden Empfehlungen, die ich für sinnvoll halte: „Require investment advisers to ask about, and then respond to, retail investors’ preferences about the sustainable impact of their investments, as a routine component of Financial advice“ (S. 28 , und ähnlich für Pension Funds, s. S. 74). Das kann effizient mit Hilfe elektronischer Befragungen erfolgen.

Und „The Commission should request all funds, destined for the retail market to disclose clear and understandable information on their sustainability impact, as well as information on the exercise of voting rights“ (S. 28).

### **Nicht Benchmarking, sondern Outperformanceannahmen und Kapitalgewichtungen sind problematisch**

Dem folgenden Punkt stimme ich jedoch nicht zu: „The current use of benchmarks is a key driver of short-termism in the market. Because portfolio managers’ performance is often assessed against a benchmark on an overly frequent basis, they can be punished for deviations if these lead to lower short-term relative returns or a higher risk. This introduces not only a herding mentality but also a very short- term view on investments“ (S. 54).

Das Problem ist nicht die Nutzung von Benchmarks sondern die Annahme, dass man Benchmarks outperformen kann. Wenn man daran nicht glaubt, muss man auch nicht kurzfristig handeln sondern folgt den Benchmarks langfristig. Das hat dann Herdingprobleme, wenn Benchmarks kapitalgewichtet sind bzw. alle gleichartigen Benchmarks folgen. Auch hier ist daher Aufklärung nötig. So ist kaum bekannt, dass kapitalgewichtete Benchmarks laut zahlreicher Studien von anderen Gewichtungsarten, z.B. der Gleichgewichtung, trotz höherer

Transaktionskosten outperformt werden (siehe z.B. Söhnholz, Dirk: Renditenorientierte Diversifikation 2.0 und Risiko-Overlays: Prognosefreie systematische Umsetzung, Arbeitspapier Söhnholz Advisors GmbH, 27.6.2012). Und diese anderen Gewichtungsarten führen typischerweise nicht zu Herdenverhalten.

### **ESG muss nicht teuer sein**

Dass ESG Analyse zu aufwändig und teuer sind, ist heute - zumindest für liquide Aktien und Anleihen, die den größten Teil aller Anlegerportfolios ausmachen, keine gute Ausrede mehr (s. S. 75). Diese Daten und Analysen können heute auch mit Maschine Learning Tools zu relativ niedrigen Kosten erstellt werden, so dass sie über Robo-Advisors sogar schon kostengünstig von Retailanlegern genutzt werden können (siehe z.B. die von meiner Firma [Diversifikator](#)).

Das ESG-Research für Small Caps kann allerdings noch erheblich ausgebaut werden. Um die Kosten der Datenerhebung und -Auswertung in Grenzen zu halten ist dafür eine anerkannte ESG Taxonomie, wie sie von der HLG vorgeschlagen wird, sicher hilfreich. Ähnliches gilt für einen Standard für Green Bonds. Ein Standard für ESG Investmentfonds dürfte jedoch schwierig werden, denn auch dabei müsste der Anteil der ESG-Faktoren auf die Anlagerentscheidung im Vordergrund stehen und das wäre wohl schwierig durchzusetzen bzw. würde passive pure ESG ETF Anlagen stark bevorzugen.

### **Entlohnungssysteme nicht noch komplexer machen**

Die empfohlene Berücksichtigung von ESG Kriterien in den Entlohnungssystemen von Kapitalanlageanbietern (S. 73) ist ebenfalls kaum nachvollziehbar. Es gib schon heute so viele Vorgaben für diese Entlohnungssysteme, dass die zusätzliche Berücksichtigung von ESG Kriterien keine materielle Auswirkung auf die diese Systeme hätte.

### **Institutionelle Consultants sollten reguliert werden**

In dem Report wird auf die hohe Bedeutung von meist unregulierten institutionellen Consultants hingewiesen, die sich bisher wenig um ESG kümmern (S. 80/81).

„The generic advice, asset allocation and manager selection elements of the investment consultant market remain largely unregulated. Consultants do not systematically include ESG considerations within the information and generic investment recommendations that they provide to their institutional clients, regardless of the materiality of such risks or their clients’ interest in considering them. Investment consultants rarely raise such issues on the basis that they are not raised by their clients, yet clients often do not raise them because they are overly reliant on following the advice and agenda of the consultants“ (S. 81).

Problematisch ist, dass viele institutionelle Consultants vor allem an der Selektion von aktiven Assetmanagern verdienen bzw. t.w. selbst lukratives aktives Assetmanagement unter Bezeichnungen wie LDI, Fiduciary, Overlay-Management etc. betreiben. Außerdem hängen viele Consultants noch zu sehr an kapitalgewichteten Benchmarks obwohl ihnen klar sein müsste, dass das nicht die beste Art der Gewichtung ist.



Wenn ich auch sonst skeptisch bin in Bezug auf zusätzliche Regulierung, stimme ich dem Report an dieser Stelle zu bzw. würde noch über ihn hinausgehen: Consultants sollten reguliert werden und es sollte gefordert werden, dass diese Langfristperspektiven in den Vordergrund stellen müssen und daher auch ESG-Kriterien umfassend berücksichtigt werden müssen. Es könnte sogar gefordert werden, dass ESG Kriterien die wichtigsten Selektionskriterien für Wertpapiere sein sollten und nicht-Kapitalgewichtungen genutzt werden sollten, solange nicht gezeigt werden kann, dass andere Kriterien besser für Anleger sind (s. „Evidence based Investing Ansatz“, z.B. hier<sup>141</sup>).

### **Fazit: Aufklärung muss im Vordergrund stehen, nicht Verbote oder detaillierte Anlagevorschriften**

Insgesamt sollte zudem die unabhängige Kapitalanlageforschung gefördert werden. So fehlt meines Wissen zum Beispiel eine gute Studie zum Vergleich der Performanceauswirkungen der Nutzung unterschiedlicher ESG Ratings.

Konsequent umgesetzt müssten die HLG Empfehlungen bedeuten, dass nur noch Investments zugelassen werden, die strengen ESG Kriterien entsprechen. Das würde wohl ganz überwiegend zu ESG-Indexinvestments führen. Das wiederum würde den allergrößten Teil der (aktiven) Kapitalanlagebranche überflüssig machen und für „schlechte“ ESG-Unternehmen und Staaten zu höheren Finanzierungskosten führen. Dadurch würden Kapitalanlagen insgesamt aber billiger werden und eher Performancevor- als Nachteile für Anleger entstehen.

Fazit: Forschung und Aufklärung, Aufklärung, Aufklärung aber nicht nur durch die "aktive" Assetmanagementbranche sondern durch unabhängige Stellen wie Verbraucherzentralen. Dabei muss klargelegt werden, dass nur eine erhebliche Bedeutung von ESG Kriterien bei der Wertpapierselektion auch zu Änderungen bei den Wertpapieremittenten führen wird. Für die institutionelle Kapitalanlagen und Altersvorsorgegelder kann auch schon eine entsprechende Regulierung von institutionellen Consultants sehr viel weiter helfen.

### **WARUM PRIVATKUNDEN NICHT AKTIV NACH ESG-PORTFOLIOS FRAGEN**

Die Mehrzahl der Portfolios meiner Firma Diversifikator folgen ESG-Kriterien (ESG steht für Environment, Social Governance). Bisher fragen Privatkunden aber nur sehr selten aktiv nach solchen Portfolios. Das liegt vor allem an der bisher geringen Zahl von Produktangeboten am Markt, an denen Vertriebler bzw. Kundenberater ordentlich verdienen können.

ESG ist kein neues Thema. Die ersten breiten ESG Indizes gibt es von MSCI und FTSE seit 2005. Ich selbst beschäftige mich seit 2007 mit dem Thema. In dem Jahr haben wir bei FERI begonnen, einen Sustainable Private Equity Dachfonds zu entwickeln.

Bei meinem vorherigen Arbeitgeber haben wir ESG Kriterien für drei Aktienfonds und einen Mischfonds genutzt. Vereinfacht zusammengefasst: Unsere und auch fremde quantitative Analysen haben ganz überwiegend vergleichbare Renditen und Risiken für ESG Selektionskriterien wie für andere Kriterien ergeben.

---

<sup>141</sup> <http://prof-soehnholz.com/evidence-based-investment-analysis-ebia-a-new-term-every-financial-analyst-and-investor-should-know/>

Portfoliomanager möchten aber Outperformance generieren und sich nicht durch die Anwendung von ESG Kriterien in der Wertpapierselektion beschränken lassen. Inzwischen werden zwar zunehmend ESG Kriterien von aktiven Assetmanagern genutzt, das liegt aber vor allem daran, dass institutionelle Anleger aktiv danach verlangen.

Privatkunden werden nur selten aktiv ESG Fonds angeboten. Es gibt nur wenige Fonds, die in nennenswerten Umfang Privatkundengelder eingesammelt haben. Diese Fonds sind aber vor allem ökologisch orientiert und berücksichtigen kaum soziale und Governance Aspekte. Sie scheinen auch nicht besonders gut abzuschneiden in Bezug auf Renditen und Risiken. In quantitativen Analysen zeigt sich denn auch oft, dass vor allem Governance Aspekte positive Auswirkungen auf Renditen und Risiken von Fonds haben können.

Der Outperformance-Anspruch wird aber überbewertet. Wenn man ESG-Portfolios zusammenstellen kann, die ebenso gut performen wie traditionelle Indizes, sollte man diese gut verkaufen können (s. [ESG-Portfolios brauchen keine Outperformance](#))<sup>142</sup>.

Daher könnten ESG-ETFs besonders erfolgreich sein. ESG-Indizes gibt es zwar schon seit mehr als 10 Jahren, bisher wird aber erst wenig Geld in Fonds bzw. ETFs angelegt, die solchen Indizes folgen. Das kann daran liegen, dass die ESG Kriterien institutioneller Anleger oft unterschiedlich voneinander sind und daher von Indizes nicht alle erfasst werden können. Daher setzen institutionelle Anleger eher auf ESG Spezialfonds, die individuell aufgesetzt und mehr oder weniger aktiv gemanagt werden können (siehe [ESG künftig Pflicht?](#))<sup>143</sup>.

Und Privatkunden ETFs zu verkaufen ist nicht sehr erfolgversprechend, wenn der ETF-Vertrieb so viel weniger lukrativ ist als das Angebot provisionsträchtigerer Kapitalanlagen.

Allerdings sollte es möglich sein, ESG ETF-Dachfonds anzubieten, bei denen der Vertrieb aus den Dachfonds bezahlt wird. Meines Wissens gibt es so etwas aber bisher noch nicht. So ist das Anfang 2016 von meiner Firma Diversifikator gestartete ESG ETF-Modellportfolio bisher vielleicht das einzige diversifizierte Angebot, welches Vermögensverwaltern, Vermittlern und Beratern Verdienstmöglichkeiten mit ESG-ETFs ermöglicht.

Da es so wenige ESG Angebote für Privatkunden gibt, kann es noch lange dauern, bis ESG-Portfolios auch bei Privatkunden bekannt werden und dann auch aktiv nachgefragt werden.

Selbst die inzwischen zahlreichen Medien, die ESG als Thema attraktiv finden, werden daran wohl nicht viel ändern können. Wenn man beobachtet, wie lange Medien schon ETFs propagieren und wie wenig diese Anlagen aktiv von deutschen Privatanlegern nachgefragt werden, kann es lange dauern, bis ESG-Portfolios in Deutschland attraktive Volumina einsammeln können.

Dabei ist Deutschland besonders aufgeschlossen für „grüne“ und soziale Themen und sollte viel Marktpotenzial haben (siehe [ESG müsste besonders in Deutschland boomen](#))<sup>144</sup>. Aber Anleger aus Ländern mit Provisionsverboten für aktive Fonds werden wohl wesentlich

---

<sup>142</sup> <http://prof-soehnholz.com/verantwortliche-esg-portfolios-brauchen-keine-outperformance-esg-etf-portfolio-mit-sehr-guter-performance/>

<sup>143</sup> <http://prof-soehnholz.com/esg-reponsible-investment-fonds-pflicht/>

<sup>144</sup> <http://prof-soehnholz.com/responsible-investments-esg-governance-reputation/>

schneller und viel stärker als deutsche Anleger nicht nur in traditionelle sondern auch in ESG ETFs investieren.

## VERANTWORTUNGSVOLLE GELDANLAGE: INTERESSANTE VERÖFFENTLICHUNGEN

Ich beschäftige mich seit mehreren Jahren mit nachhaltigen Investments und mein Start-Up Diversifikator bietet seit Anfang 2016 "[most passive](#)"<sup>145</sup> und "[Pure ESG](#)"<sup>146</sup> Portfolios an. Ich bin außerdem ein Verfechter von [Evidence Based Investments](#) (EBI)<sup>147</sup>. EBI sollte auf einer möglichst soliden Basis aufgebaut sein und immer wieder kritisch überprüft werden. Dazu gehört es, aktuelles Research zu verfolgen.

Private aber auch institutionelle Interessenten fragen zudem immer wieder nach guten Veröffentlichungen zum komplexen Thema von Environmental, Social und Governance (ESG) Investments. Hier<sup>148</sup> sind ein paar besonders interessante Publikationen zu dem Thema verantwortungsvolle Investments.

Die Veröffentlichungen zeigen, dass das Thema für institutionelle und zunehmend auch für private Anleger immer wichtiger wird und was diese beim Investieren beachten sollte.

Bioy, Hortense; Lamont, Kenneth: Passive sustainable funds: The global landscape, Morningstar Manager Research, Mai 2018, siehe [hier](#)

Giese, Guido et al.: Foundations of ESG Investing Part 3: Integrating ESG into Passive Institutional Portfolios, MSCI ESG Research, Mai 2018, siehe [hier](#)

EU Aktionsplan: Finanzierung nachhaltigen Wachstums, 8.3.2018, siehe [hier](#)

EU High Level Expert Group on Sustainable Finance: Financing a Sustainable European Economy, Final Report 2018, 31.1.2018, siehe [hier](#)

Lee, Linda-Eling/Moscardi, Matt: 2018 ESG Trends to Watch, MSCI ESG Research, Januar 2018, siehe [hier](#)

Rust, Susanna: EU considering sustainable investing as fiduciary duty for investors, ipe institutional pensions Europe, 13.11.2017, siehe [hier](#)

Giese, Guido et al.: Foundations of ESG Investing Part 1, MSCI ESG Research, November 2017

Investment News/Calvert/Research: The Rise of ESG Investing, 12.10.2017, siehe [hier](#)

---

<sup>145</sup> <http://prof-soehnholz.com/das-most-passive-anlageportfolio-der-welt-ist-sehr-attraktiv/>

<sup>146</sup> <http://prof-soehnholz.com/sehr-gute-pure-esg-performance-und-diversifikators-regelaenderungen-fuer-2018/>

<sup>147</sup> <http://prof-soehnholz.com/evidence-based-investment-analysis-ebia-a-new-term-every-financial-analyst-and-investor-should-know/>

<sup>148</sup> Alle folgenden Quellen finden sich hier <http://prof-soehnholz.com/verantwortungsvolle-geldanlage-interessante-veroeffentlichungen/>

Ditfurth, Manuela von/Hoepner, Andreas: Whitepaper: Sustainable Factor Investing, Invesco, Oktober 2017, siehe [hier](#)

Institut für nachhaltige Kapitalanlagen: Nachhaltige Kapitalanlage bei Privatanlegern. Ergebnisse einer repräsentativen Befragung von Finanzentscheidern in Privathaushalten in Deutschland, Oktober 2017, siehe [hier](#)

Verbraucherzentrale Bremen: Neue Internetseite für nachhaltig orientierte Anleger, Pressemitteilung, 29.9.2017, siehe [hier](#)

Schroders Global Investor Study 2017: Sustainable investing on the rise, 28.9.2017, siehe [hier](#)

FTSE Russell Insights: Passive Aggressive: Is ESG Integration into passive becoming the new norm, September 2017, siehe [hier](#)

Hässler, Rolf/Wilhelm, Axel: Nachhaltige Kapitalanlage für institutionelle Investoren, Eine Einstiegshilfe, Forum Nachhaltige Geldanlagen, September 2017, siehe [hier](#)

Masarwah, Ali: Passive Nachhaltigkeitsfonds: Zunehmende Diversifikation verwässert ESG-Portfolios, Morningstar, 4.8.2017, siehe [hier](#)

Hale, Jon: More Evidence of Solid Performance From Sustainable Funds, Morningstar, 3.8.2017, siehe [hier](#)

Bürger, Tobias: Risikomanagement wird mit ESG geschrieben, portfolio institutionell 8/2017, siehe [hier](#)

Blitz, David/Fabozzi, Frank J.: Sin Stocks Revisited: Resolving the Sin Stock Anomaly, Journal of Portfolio Management, August 2017, siehe [hier](#)

CFA Institute Research Association/ Society Switzerland/Swiss Sustainable Finance: Handbook on sustainable investments, 2017, site [hier](#)

Douglas, Elyse; Van Holt, Tracy; Whelan, Tenside: Responsible Investing: Guide to ESG Data Providers and Relevant Trends, Journal of Environmental Investing N. 1 2017, siehe [hier](#)

Friede, Gunnar; Busch, Timo; Bassen, Alexander: ESG and financial performance: Aggregated evidence from more than 2000 empirical studies, Journal of Sustainable Finance & Investment, 5:4, 210-233, siehe [hier](#)

## ESG-PARADOX: EINFACH ZU VERKAUFEN UND TROTZDEM NICHT ANGEBOTEN

Wenn man Anlegern einen verantwortungsvollen und einen traditionellen Fonds anbietet, wählen 81% den verantwortungsvollen Fonds, sagt Peter Tros von ING. Laut einer Studie sind etwa drei Viertel aller niederländischen Anleger bereit auf Rendite zu verzichten, wenn

sie verantwortungsvolle Investments kaufen können (Quelle: Leen Preesman: Dutch investors prepared to forgo on returns to support ESG causes, Investments and pensions Europe, 11 Oct. 2018 ) Dabei bringen verantwortungsvolle Investments eher höhere als niedrigere Renditen (s. hier<sup>149</sup>).

### **ESG-Paradox: 600 verantwortungsvolle Fonds ist nicht viel**

Auf den ersten Blick sieht es so aus, als würden deutschen Anlegern sehr viele nachhaltige Angebote gemacht. So gibt es bereits über 600 Investmentfonds, die „explizit auf Nachhaltigkeitsaspekte abstellen“ und insgesamt knapp 159 Milliarden Euro verwalten (siehe Heino Reents: Regulatorik treibt nachhaltige Kapitalanlagen an, CapInside.com, 9.10.2018<sup>150</sup> mit Verweis auf eine Analyse der Ratingagentur Scope). Aber „in fast allen Nachbarländern ist der Marktanteil nachhaltiger Anlagen deutlich höher als in Deutschland“ (siehe Ralf Breuer: Wie die deutschen Banken den Megatrend „Green Finance“ verschlafen“, finanz-szene.de vom 24.9.1018).

### **ESG-Paradox: Nur etwa 50 konsequente Angebote**

Das Problem ist, dass viele der Anbieter sogenannter verantwortungsvoller Fonds lax mit dem Verantwortungsbegriff umgehen (siehe Stephanie Mooij: Asset Managers' ESG strategy: Lifting the veil, Smith School of Enterprise and the Environment Working Paper 25th of November 2017<sup>151</sup>). So werden zwar einzelne Ausschlüsse genutzt und teilweise auch Environmental, Social und Governance (ESG) Kriterien, aber diese führen selten zu starken Abweichungen der Portfolios von vergleichbaren traditionellen Fonds oder Benchmarks. Der Verdacht, dass verantwortungsvolle Kriterien vor allem zur besseren Vermarktung genutzt werden, liegt nahe. Und das wird zurecht als sogenanntes Greenwashing kritisiert.

Das Angebot von Portfolios, bei denen ESG Kriterien den einzigen („PureESG,“) bzw. einen überwiegenden Einfluß auf die Wertpapierselektion haben, ist noch sehr klein. Am ehesten sind hier ESG- oder SRI-ETFs zu nennen (SRI: Socially Responsible Investments), für die in Deutschland bisher noch nicht einmal zehn Milliarden Euro eingesammelt wurden (siehe Scope nach Reents vom 9.10.2018).

### **ESG-Paradox: Enormes Potential mit wenigen Angeboten**

Dabei beeinflusst das Thema Nachhaltigkeit Konsumententscheidungen, steigert die Bereitschaft, höhere Preise zu zahlen, den Willen zu spenden und beeinflusst selbst die Wahl von Arbeitsplätze stark. Und das grundsätzliche Interesse attraktiver Kundengruppen an nachhaltigen Geldanlagen ist hoch: In Deutschland sind über 40% der vermögenden Anleger, die noch keine nachhaltigen Investments tätigen, sehr an solchen Anlagen interessiert (UBS: Return on values, Most sustainable investors expect better performance, bigger impact, 19.9.2018).

Wenn Anleger wüssten, dass nachhaltige Geldanlagen keine Performancenachteile haben, würden sie diese wohl sehr stark aktiv nachfragen.

---

<sup>149</sup> <https://www.tandfonline.com/doi/full/10.1080/20430795.2015.1118917>

<sup>150</sup> <https://capinside.com/contents/regulatorik-treibt-nachhaltige-kapitalanlagen-an>

<sup>151</sup> [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3123218](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3123218)

## **ESG-Paradox: Warum gibt es so wenige konsequent verantwortungsvolle Geldanlageprodukte?**

Das geringe Angebot konsequenter ESG-Portfolios liegt meines Erachtens vor allem daran, dass etablierte Finanzdienstleister das verkaufen wollen, was sie schon immer verkauft haben. So müssen keine Produkte verändert werden, kein Vertrieb neu geschult werden und keine potentiellen Käufer mühsam informiert werden.

Neue Produkte werden nur angeboten, wenn sie Outperformance ermöglichen können. Da ESG Daten noch nicht sehr lange systematisch erhoben werden, sind quantitative „Beweise“ dafür jedoch nicht so einfach (zur Kritik an einem solchen Vorgehen siehe hier<sup>152</sup>). Das geht mit anderen Faktoren viel besser. Daher gibt es viele neue Faktor- oder Smart-Beta Angebote (siehe auch hier<sup>153</sup>).

Das ist aber dumm. Es ist inzwischen allseits bekannt, dass aktive Manager passive Benchmark kaum schlagen können. Ausserdem ist ziemlich unstrittig, dass verantwortungsvolle Portfolios bzw. Indizes nicht schlechter sind als traditionelle (siehe auch Passive Outperformance von Indizes). Aus Anlegersicht spricht also alles dafür, (passive) verantwortungsvolle Portfolios zu kaufen.

Das wird sich auch irgendwann rumsprechen. Müssen Anbieter traditioneller aktiver Fonds dann zugeben: Das haben wir gewusst, aber wir wollten erst noch mal einfach möglichst viel Geld mit „unaufgeklärten“ Anlegern verdienen? Ohne Änderungen oder mit Greenwashing kann man als Anbieter ohne großen Aufwand ja sehr gut verdienen.

Und noch unverständlicher ist: Warum bieten nicht mehr der neuen Robo-Advisors konsequent verantwortungsvolle Portfolios an (siehe auch hier<sup>154</sup>)? Wahrscheinlich scheuen auch sie die aufwändige und damit potentiell teure Aufklärung von Anlegern. Schliesslich ist schon der Verkauf traditioneller ETFs erklärungsbedürftig, da die meisten traditionellen Banken diese entweder gar nicht oder allenfalls auf Nachfrage anbieten (siehe z.B. hier<sup>155</sup>).

### **Fehlende Regulierung als faule Ausrede?**

Fondsanbieter beschwerten sich fast nie über fehlende Regulierung. Im Gegenteil: Normalerweise wollen sie zusätzliche Regulierung verhindern. Bei verantwortungsvollen Anlagen ist das anders. Fondsanbieter bemängeln eine fehlende verlässliche Taxonomie (zu einem aktuellen Vorschlag siehe hier<sup>156</sup>) und beschwerten sich über die Uneinheitlichkeit von ESG-Ratings. Sie scheinen erst mal abwarten zu wollen, wann welche Regulierung kommt, bevor sie aktiv werden.

### **Mangelnde Standardisierung als Ausrede?**

---

<sup>152</sup> <http://prof-soehholz.com/finanzanalysten-und-produktanbieter-koennten-probleme-mit-evidence-based-investment-analysis-ebia-haben/>

<sup>153</sup> <http://prof-soehholz.com/pureesg-ist-besser-als-smartesg/>

<sup>154</sup> <http://prof-soehholz.com/ein- robo- advisor- mit- esg- fokus- und- ohne- us- vorbild/>

<sup>155</sup> <http://prof-soehholz.com/harsche-banken-aber-auch- robo- advisor- kritik- der- eu/>

<sup>156</sup> <http://www.dvfa.de/fileadmin/downloads/Verband/DVFA-Verantwortungsvolle-Geldanlagen-2018-09-25.pdf>



Es gibt heute mehr als 150 Anbieter von verantwortungsvollen Daten, Ratings, Rankings und Indizes (siehe Douglas, Elyse; van Holt, Tracy; Whelan, Tensie: Responsible Investing: Guide to ESG data providers and relevant trends, Journal of Environmental investing No. 1, 2017. S. 3)<sup>157</sup>.

Alle arbeiten mit etwas anderen Kriterien. Am ehesten kann man diese Anbieter wohl in wertbasierte und quantitative Anbieter gruppieren, wobei die zweite Gruppe offenbar an Bedeutung zunimmt (siehe Eccles, Robert G; Stroehle, Judith C.: Exploring Social Origins in the Construction of ESG Measures Working Paper, Saïd Business School, University of Oxford, 12.7.2018<sup>158</sup>).

Viele Studien zu ESG-Performance haben ergeben, dass ESG – unabhängig von der Beurteilungsmethode – tendenziell positiv für Anleger ist. Überhaupt verantwortungsvolle Portfolios anzubieten ist daher viel wichtiger als darauf zu warten, dass sich ein anerkannter Standard herausbildet.

### **Anleger sollten mehr konsequent verantwortungsvolle Angebote einfordern**

Sicher wäre es schön, Klarheit bei der Taxonomie und über ESG-Ratings zu haben. Aber darauf sollte man angesichts dieser Ergebnisse nicht warten, sondern Anleger sollten fordern, dass ihnen konsequente verantwortungsvolle Produktangebote gemacht werden.

Weitere interessante aktuelle „verantwortungsvolle“ Publikation: Renshaw, Anthony A., ESG's evolving performance: First, do no harm, Axioma publication, July 2018<sup>159</sup>

### **DIVIDENDENPORTFOLIOS SIND IMMER (NOCH) SINNVOLL**

Dividendenportfolios werden seit einiger Zeit stark nachgefragt. Vielleicht sind dividendenstarke Aktien sogar schon überwertet. Trotzdem werden sie in diesen Zeiten sehr niedriger Anleiherenditen weiter von Anlegern gekauft, die regelmäßige Einnahmen haben möchten.

Ich mag Dividendenaktien, weil ich langfristig positiv für Aktien eingestellt bin, aber vor allem, weil dividendenorientierte Unternehmen meist eine gute Unternehmensführung haben. Unternehmen mit guter Unternehmensführung bzw. Governance müssen Gewinne an ihre Anteilseigner ausschütten, wenn sie keine besseren internen Nutzungsmöglichkeiten haben. Und gute Governance ist aus Rendite- bzw. Risikogesichtspunkte attraktiv, wie in zahlreichen Studien festgestellt wurde.

Außerdem gefällt mir, dass dividendenstarke Unternehmen oft konservativ sind. „Konservativ“ bedeutet typischerweise weniger Verlustrisiko und die sogenannte Low Risk Anomalie besagt, dass Aktien mit geringen Risiken sogar bessere Renditen einbringen

---

<sup>157</sup> <https://cbey.yale.edu/sites/default/files/Responsible%20Investing%20-%20Guide%20to%20ESG%20Data%20Providers%20and%20Relevant%20Trends.pdf>

<sup>158</sup> [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3212685](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3212685)

<sup>159</sup> [https://go.axioma.com/WP20180719-ESGsEvolvingPerformance\\_LP-Registration.html](https://go.axioma.com/WP20180719-ESGsEvolvingPerformance_LP-Registration.html)

können. Trotzdem kommt es häufig vor, dass sogenannte Wachstums- bzw. „Tech“-Unternehmen, die typischerweise keine oder nur geringe Dividenden zahlen, höher bewertet werden als dividendenstarke Unternehmen.

Auf Nachfrage einiger Interessenten haben wir Ende 2016 ein Dividenden-Portfolio entwickelt. Wie für alle anderen Portfolios haben wir dafür zunächst Regeln definiert. ETFs sind unsere präferierte Anlageform für diversifizierte Portfolios, weil sie selbst regelgebunden und jederzeit komplett transparent sind. Außerdem halten wir Prognosen für sehr schwierig und ETFs sind typischerweise prognosefrei. Die niedrigen Kosten von ETFs sind natürlich auch wichtig.

Aus diesen Gründen nutzen wir keine aktiven Investmentfonds, es sei denn, das wird von unseren Kunden gewünscht. Andererseits benötigen wir als „most-passive“ Langfristanleger keinen Intraday-Handel und damit auch keine Börsennotiz von Fonds. Wir könnten deshalb auch passive traditionelle Investmentfonds nutzen. Aber es gibt in Deutschland nicht viele passive Dividendenfonds, die niedrige Mindestanlagen haben und Privatkunden angeboten werden.

Für das Equity Income (DW) ETF-Portfolio nutzen wir daher nur sogenannte Dividendenorientierte ETFs. Das wichtigste Selektionskriterium ist dabei ein überzeugendes ETF-Konzept. Für unsere „most passive“ Weltmarktportfolios verwenden wir kapitalgewichtete ETFs. Für andere Portfolios bevorzugen wir aus Renditegründen allerdings andere Gewichtungsmethoden (s.a. [Smart Beta bedroht vor allem Single-Assetklassen Portfoliomanager](#))<sup>160</sup>. Eine Dividendengewichtung, wie sie von Wisdom Tree genutzt wird, ist sehr sinnvoll für Dividenden ETFs.

Bei dem Portfolio berücksichtigen wir konzeptionell auch den großen Anteil nicht-börsennotierter Unternehmensbeteiligungen, indem diese dem Small Cap Aktienanteil zugerechnet werden. Und Wisdom Tree bietet eine breite Palette von Small Cap Dividenden ETFs an.

Natürlich spielen auch niedrige Kosten eine Rolle bei der ETF-Selektion. Das Alter, das Volumen oder die Liquidität von ETFs sind dagegen nicht so wichtig für uns, weil wir unsere Portfolios sehr passiv sind und mit wenigen Rebalanzierungen und wenig Handelsaktivitäten auskommen.

Durch die relativ lange Historie der Dividenden-Indizes von Wisdom Tree konnten wir aussagekräftige Rückrechnungen des Portfolios durchzuführen. Wir haben nur das ursprünglich für das Portfolio entwickelte Konzept zurückgerechnet und keine Varianten davon gerechnet, also keine Rückrechnungs-„Optimierung“ betrieben. Die Rückrechnung hat eine sehr attraktive Performance gezeigt. Auch seit dem Start des Portfolios zu Jahresbeginn ist die Rendite sehr ansprechend.

Ab sofort ist das Equity Income (DW) ETF-Portfolio auch über die Plattform von United Signals ([www.united-signals.com](http://www.united-signals.com)) automatisiert umsetzbar. Zusätzlich können individuelle Risikobegrenzungen umgesetzt werden.

---

<sup>160</sup> <http://prof-soehholz.com/smart-beta-gefahr-single-assetklassen-portfoliomanager-investmentfonds/>

Hinweis: Dieser Beitrag ist im April 2017 in ähnlicher Form zuerst auf einem Blog von Wisdom Tree erschienen.

## MORNINGSTAR-EXPERTE EMPFIEHLT GEBÜHRESENKUNGEN, KONZENTRIERTES SMART-BETA UND SOLUTION-FONDS

John Rekenthaler ist ein sehr anerkannter Fondsexperte von Morningstar USA. Er schreibt: „Indexfunds have won. ...index funds now account for more than 100% of the industry’s net sales.“<sup>161</sup> Er schlägt aktiven Fondsmanagern drei glaubwürdige Reaktionen vor: Gebührensenkungen, Smart-Beta Angebote und Solution-Fonds.

Discounting, also Gebührensenkungen, empfiehlt Rekenthaler allen aktiven Manager, allerdings nicht als alleinige Strategie. Eine solche alleinige Discount-Strategie sei allenfalls für sehr wenige sehr große Assetmanager angebracht. Die zweite Empfehlung besteht in einem kompletten Verzicht auf „Stock-Picking“, also auf eine diskretionäre Aktienselektion. Statt Stock Picking rät Rekenthaler aktiven Fondsmanagern zu „Targeted Strategic Beta“ bzw. Smart-Beta Angeboten. Um sich von Indexanbietern abzuheben, die meist möglichst breite Indizes anbieten wollen, empfiehlt Rekenthaler die Konzentration auf nur wenige Aktien. Der dritte Weg ist das Angebot von „solution funds — examples being target-date funds, managed-payout funds, global-allocation funds, and targeted-income funds.“

Solche „Solutions“ sieht Rekenthaler als aktiv gemanagt an, auch wenn sie Indexbestandteile enthalten. Das begründet er wie folgt: „The very act of creating the solution is an act of active investment management“ und „the pieces are assembled and monitored through active decisions.“

Ich denke, dass die Überlegungen von Rekenthaler grundsätzlich auch für deutsche Fondsmanager gelten können. Kostensenkungen sehe ich in Anbetracht der ETF Konkurrenz ebenfalls als nötig aber nicht hinreichend an. Smart-Beta Strategien, auch konzentrierte, erwarte ich aber eher von ETF Managern. Und Solutions werden eher als individuelle Angebote von klassischen Vermögensverwaltern oder sogar Robo-Advisors kommen und nicht als standardisierte Fonds. Dazu hier einige Überlegungen:

Robo-Advisors sind nach ihrer Definition voll automatisierte Online-Berater. In der Realität sind Robo-Advisors aber auch (Multi-)Asset Manager, denn sie entwickeln eigene Anlagevorschläge bzw. Anlageportfolios und stehen damit in Konkurrenz zu aktiven Fondsanbietern bzw. Portfoliomanagern. Die meisten Robo-Advisors beschränken sich zwar derzeit noch auf ETF-Portfolios, aber einige haben auch aktive Fonds oder Portfolios aus einzelnen Wertpapieren im Angebot. Da Asset Management besonders profitabel ist<sup>162</sup>, ergeben sich vielfältige Chancen für neue Anbieter und Risiken durch Konkurrenz für etablierte Anbieter.

---

<sup>161</sup> John Rekenthaler im Rekenthaler Report von Morningstar vom 21.10.2016: „Where active management is headed“.

<sup>162</sup> s. Boston Consulting Group: Global Asset Management 2016: Doubling Down on Data, Juli 2016, S 5

Viele der Robo-Advisors sind allerdings eher mit Fondsvermittlern zu vergleichen. Aktuell stehen sie damit nicht nur in Konkurrenz zu Vermögensberatern sondern auch zu traditionellen Fondsvermittlern, Dachfondsmanagern und zu traditionellen Vermögensverwaltern.

## MUSTERPORTFOLIOS VON PROFIS KÖNNEN SEHR ATTRAKTIV SEIN

Der Sinn eines Musterportfolios ist es zu prüfen, ob etwas funktioniert oder zu zeigen, dass etwas funktioniert. In Deutschland kann man schon lange z.B. bei onvista und auf anderen Plattformen Portfolios zusammenstellen um sie zu testen, ohne dass man gleich die entsprechenden Wertpapiere kaufen muss. In den USA kann man solche Portfolios über die Plattform Covestor bereits seit einigen Jahren auch anderen Anlegern zeigen. Man kann dabei sogar mit Musterportfolios verdienen, wenn man „Follower“ findet, die diese Portfolios kopieren. In Deutschland verfolgt United Signals eine ähnliche Strategie. Und über Wikifolio kann man Zertifikate initiieren, über die andere Anleger an privaten Portfolios partizipieren können und mit denen Initiatoren Geld verdienen können.

Diese Plattformen stehen auch professionellen Assetmanagern bzw. Vermögensverwaltern offen. Es kann sinnvoll für diese sein, Musterportfolios zu testen und diese auch öffentlich zugänglich zu machen. Dafür gibt es einige Gründe: Bisher haben das aber nur einige bekannte Profis gemacht. Der Aufwand, ein professionelles Musterportfolio zu pflegen ist fast so hoch, wie einen echten Fonds zu managen. Wenn das Musterportfolio bessere Ergebnisse zeigt als ein vergleichbarer eigener Investmentfonds hat man Angst vor Kritik von Anlegern des Fonds. Manche befürchten auch „Kannibalismus“, also dass Geld aus den Fonds zugunsten der gespiegelten oder nachgebauten Musterportfolios abgezogen wird. Außerdem scheuen manche Anbieter die Transparenz von Musterportfolios, denn Wettbewerber könnten sich etwas von den Musterportfolios abgucken.

Bei genauerer Prüfung spricht aber Einiges für Musterportfolios von Profis. Erstens gibt es oft nicht genug sogenanntes Seedmoney, um einen Fonds zu starten. Zweitens kann man meist nicht alle Ideen in „seinem“ regulierten Fonds umsetzen. Veritas Investment hat zum Beispiel ein Aktienselektionsmodell, das eigenen Untersuchungen zufolge in fast allen Märkten zu funktionieren scheint. Angeboten werden aber nur drei direkte Aktienfonds. Mit einem Musterportfolio kann man das Modell transparent auf weitere Märkte anwenden. Wenn das wie erwartet funktioniert, hat man einen nachprüfbaren Track-Record, auf dem man aufbauen kann. Zudem kann man komplett neue Ideen live bzw. Out-of-Sample testen und deren Tauglichkeit oder Probleme damit transparent machen. Wenn Musterportfolios gut laufen, wirbt man damit für sich selbst und auch für vergleichbare „echte“ Produkte, die man anbietet, das kann sich also auch finanziell lohnen. Wenn Musterportfolios schlecht laufen, sind zumindest die Kosten der Einstellung eines Musterportfolios wesentlich geringer als bei echten Fonds.

Angst vor Kopierern kann relativiert werden: Andere Profis können es sich kaum leisten, fremde Ideen offensichtlich zu kopieren, denn die Reputationsschäden bei der Entdeckung der Kopie wären sehr hoch. Und Nicht-Profis sollten Profis, die sie kopieren, kaum schaden können.

Die Musterportfolio- bzw. Social-Trading-Plattformen unterscheiden sich zum Teil erheblich in Bezug auf Geschäftsmodelle, Risikomanagementfähigkeiten und Transparenz. Aus Anlegersicht wird durch solche Plattformen das Produktangebot erhöht. Bei tausenden existierender Finanzprodukte ist das aber kein hinreichender Grund für ihre Daseinsberechtigung. Die Plattformen müssen sich daher durch günstigere Gebühren oder andere Faktoren differenzieren, zum Beispiel eine besonders hohe Transparenz.

Bisher haben die deutschen Plattformen offenbar erst weniger Nutzer. Aber wahrscheinlich gehören die Nutzer zu den Meinungsführern. Wenn es gelingt, renommierte und gute Anlageexperten zum Mitmachen auf den Plattformen zu bringen, kann das erfolgreich werden.

## MIT MODELLPORTFOLIOS KANN MAN SEHR VIEL GELD VERDIENEN

Wenn man in Deutschland von Modell- oder Musterportfolios spricht, denkt man wohl meistens an die kostenlosen Wertpapierlisten, die in der Finanzpresse veröffentlicht werden. Der US Markt für Modellportfolios ist dagegen professionell, sehr groß und sehr profitabel. Inzwischen gibt es sogar spezialisierte Modellportfolioplattformen. Genaue Zahlen zum Modellportfoliomarkt habe ich zwar nicht gefunden, aber es gibt einige gute Indikationen dafür, dass Modellportfolios für Anbieter sehr attraktiv sind und wichtiger werden.

### Beispiel Turnkey Asset Management Programs (TAMPs)

In den USA werden Modellportfolios bisher unter anderem von sogenannten TAMPs (Turnkey Asset Management Programs) genutzt. TAMPs werden von Vermögensberatern verwendet. Aus Überzeugung und aus Effizienzgründen werden dabei mehreren Anlegern oft dieselben (Modell)Portfolios angeboten. Die Modellportfolios werden von den Beratern selbst gebildet oder kommen von professionellen Investmentmanagern. Die Umsetzung erfolgt weitgehend automatisch mit Hilfe von Handels- und Rebalanzierungssoftware (zu unterschiedlichen Ausprägungen und Parteien siehe z.B. [Modellportfolios von Morningstar](#))<sup>163</sup>.

### Sehr großes Marktvolumen von Modellportfolios

Das meiste von Vermögensberater in den USA betreute Anlagevolumen wird von diesen selbst gemanagt bzw. „beraten“ (ca. 1750 Mrd. USD). Über Investmentfonds wird ebenfalls sehr viel Volumen gemanagt (ca. 1100 Mrd. USD). TAMPs liegen vom Volumen her dazwischen (ca. 1350 Mrd. USD).

Sogenannte Unified Managed Accounts machen davon knapp 500 Mrd. USD. Davon werden wohl ca. 200 Mrd. USD mit Modellportfolios umgesetzt. Das meiste Volumen von TAMPs liegt in sogenannten Separate Managed Accounts (SMAs), die ebenfalls Modellportfolios nutzen können (Daten siehe Money Management Institute und Dover Financial Research siehe Daniel Verbrigghe, UMAs Steal the Spotlight as Wirehouses Streamline Platforms, fundfire, 10.9.2015).

---

<sup>163</sup> <https://medium.com/morningstar-office/morningstars-model-marketplace-32123cb1c524>

20 bis 26% aller US Anlagenberater entwickeln individuelle Anlageportfolios und zu 74 bis 80% werden standardisierte (Modell-) Portfolios genutzt. Unabhängige Berater nutzen zu 2/3 selbst erstellte Modellportfolios, aber bisher nur 12% externe Modellportfolios. Angestellte Berater nutzen schon zu 27 bis 43% unternehmensexterne Modellportfolios (Cerrulli Studie s. Michael Trasher, Model portfolios on the rise, [www.wealthmanagement.com](http://www.wealthmanagement.com), 3.11.2017).

Wenn man diesen Anteil an externen Modellportfolios auf die 1750 Mrd. USD direkt betreute Anlagen und die 850 Mrd. USD in TAMPs, die keine UMAs sind hochrechnen würde, würde man - vor allem für interne aber auch für externe Modellportfolios -, ein außerordentlich hohes Modellportfoliovolumen erhalten.

### **Anbieter verlangen hohe Gebühren**

Morgan Stanley und Merrill Lynch sind die führenden Anbieter von TAMPs (s. Cerulli Associates in Verbrigg, 2015). Modellportfolios für TAMPs und die Handelsplattformen selbst werden auch von Firmen wie Assetmark, Citi, Envestment und Morningstar angeboten (Wealthadvisor 2018).

Anleger müssen meist mindestens 250.000 USD in einen UMA anlegen (Wealthadvisor 2018, S. 16). Die Gebühren sind auch für modellbasierte TAMPs mit 1,5 bis 2,5% pro Jahr relativ hoch. Davon entfallen 0,75% bis 1,5% pro Jahr auf die Investmentmanagementgebühr (siehe Wealthadvisor: 2018 America's best TAMPs, Feb. 2018, S. 12). Modellportfolioanbieter verdienen daher offenbar mindestens so gut wie Investmentfondsanbieter. Trotzdem scheinen traditionelle Assetmanager nicht so gerne Modellportfolios anzubieten, vor allem weil sie um ihre intellektuelles Kapital aber auch um Einnahmen aus dem Handel fürchten (Wealthadvisor 2018, S. 23).

### **Modellportfolio-Plattformen von Banken, Softwarehäusern und ETF-Spezialisten**

Aufgrund der hohen Kosten gelten TAMPs in den USA aber nicht gerade als Wachstumssegment.

Es gibt in den USA aber inzwischen mehrere neue Modellportfoliomarktplätze, u.a. von TD Ameritrade, Orion Advisor Services, Riskalyze, Oranj und Morningstar. Wells Fargo und Merrill Lynch haben für ihre jeweils etwa 15.000 Berater inzwischen über einhundert Musterportfolios im Angebot. Von Merrill Lynch ist bekannt, dass heute bereits 40% aller Kunden damit erreicht werden und dass das Angebot weiter ausgebaut wird (Michael Trasher, Model portfolios on the rise, [www.wealthmanagement.com](http://www.wealthmanagement.com), 3.11.2017).

Der in den USA sehr bekannte Finanzexperte Michael Kitces sieht diese Modellportfoliomarktplätze (für Berater) neben Robo-Advisors (für Selbstbediener) als Wachstumssegment an. Die Anlageberater können sich so auf die individuelle Kundenberatung konzentrieren, Anlageprofis liefern die Musterportfolios und die



Implementierung der Portfolios erfolgt weitgehend automatisiert (siehe auch [Blog-Beitrag<sup>164</sup>](#) und [Blog-Beitrag<sup>165</sup>](#) auf [www.prof-soehnholz.com](http://www.prof-soehnholz.com)).

Am aktivsten sieht Kitces dabei ETF-Anbieter an, die sich zusätzlich zu ihren relativ niedrigen ETF-Gebühren so Modellportfoliogeühren verdienen können. Als Beleg für diese These werden mehrere Akquisitionen von Robo Advisor Plattform bzw. Softwareanbietern aufgeführt (siehe Michel Kitces, The Unbundling Of The TAMP And The Rise Of The Model Marketplace“, 27.2.2017).

## **Modellportfolioplattformen gibt es auch in UK**

Die britische Finanzaufsicht FCA hat 20 Modellportfolioplattformen identifiziert, von denen 14 ausschließlich solche Portfolios anbieten während 6 zusätzlich auch Multi-Manager Fonds offerieren (s. Valentina Romero, FCA to review model portfolios in platform probe, [www.moneymarketing.co.uk](http://www.moneymarketing.co.uk), 17.7.2017).

Und in Deutschland tut sich diesbezüglich nichts (siehe auch [Blog-Beitrag<sup>166</sup>](#))? Anbieter mit Profi-Modellportfolios wie United Signals scheinen bisher jedenfalls noch nicht sehr viele Anleger anzuziehen und eine andere unabhängige professionelle Modellportfolioplattform für Anlageberater ist mir nicht bekannt.

## **MODELLPORTFOLIOS IN GROSSBRITANNIEN: EIN SEHR GROßER, WACHSENDER UND PROFITABLER MARKT**

Mein vorheriger Beitrag hieß: [„Mit Modellportfolios kann man sehr viel Geld verdienen“<sup>167</sup>](#). Der Beitrag bezieht sich auf die USA. Großbritannien hat aber mehr Erfahrung mit solchen Plattformen.

## **20 Modellportfolioplattformen**

Zu Großbritannien hatte ich nur Folgendes geschrieben: „Die britische Finanzaufsicht FCA hat 20 Modellportfolioplattformen identifiziert, von denen 14 ausschließlich Modellportfolios anbieten während 6 zusätzlich auch Multi-Manager Fonds offerieren (s. Valentina Romero, FCA to review model portfolios in platform probe, [www.moneymarketing.co.uk](http://www.moneymarketing.co.uk), 17.7.2017).“

Das hat mich neugierig auf den britischen Modellportfoliomarkt gemacht. Weitere Recherchen haben interessante Ergebnisse gebracht: Der UK Modellportfoliomarkt ist erheblich älter als der US Markt, riesig und wächst sehr stark. Auch die möglichen Verdienstmargen sind für Anbieter sehr attraktiv. Hier sind die Ergebnisse der kurzen Recherche:

## **Riesiges und stark wachsendes Plattformgeschäft**

---

<sup>164</sup> <http://prof-soehnholz.com/vermoegensverwalter-koennen-mit-robo-support-sehr-stark-wachsen/>

<sup>165</sup> <http://prof-soehnholz.com/berater-finden-robo-advice-gut/>

<sup>166</sup> <http://prof-soehnholz.com/investment-fonds-musterportfolios-profis-robo-advisor/>

<sup>167</sup> <http://prof-soehnholz.com/mit-modellportfolios-kann-man-sehr-viel-geld-verdienen/>

Der sogenannte Finanz-Retailmarkt des United Kingdom hat ungefähr ein Volumen von 889 Milliarden Pfund, also ca. 1000 Milliarden Euro (diese und die weiteren hier genannten Zahlen beziehen sich auf das Jahr 2016 und stammen von der britischen Aufsichtsbehörde Financial Conduct Authority (FCA): Investment Platforms Market Study Terms of Reference, Juli 2017, vor allem S. 15, bzw. aus den dort genannten Quellen).

Für knapp über 600 Mrd. Pfund werden Anlageberater genutzt. Seit der Finanzkrise in 2008 bzw. dem Verbot der Zahlung von Vertriebsprovisionen zu Anfang 2013 wächst vor allem das Plattformgeschäft sehr stark (S. 3 und S. 20). Inzwischen werden etwa 80% des gesamten Retailgeschäftes über Plattformen abgewickelt (FCA S. 3 und 15). Dabei sind einkommensstarke und vermögende Anleger offenbar besonders aufgeschlossen für die Nutzung von Plattformen.

### **Anbieter sind Unabhängige, Versicherungen und Banken**

Die größten Plattformanbieter sind unabhängig von anderen Finanzdienstleistern und in Deutschland nicht präsent. Plattformen für Berater werden vor allem von Versicherungen wie Aviva, Aegon, Zurich, Old Mutual, Standard Life angeboten und Selbstbedienungsplattformen vor allem von Banken wie Barclays und HSBC aber auch von Fidelity (S. 7). Sechs der zehn größten Plattformanbieter verfügen über eigene Asset Manager (S. 7).

Plattformen bieten klassische Investmentfonds, ETFs, Multi-Manager bzw. Dachfonds und Modellportfolios an. Die Angebote werden vom Plattformanbieter bestimmt. Offenbar sind meist um die einhundert unterschiedliche Assetmanager auf einer Plattform vertreten.

### **Großer Anteil von Modellportfolios**

Modellportfolios haben bei den Anlegern, die Berater nutzen, einen Anteil von 38%. Selbstberater nutzen zu 24% Modellportfolios (S. 23). Modellportfolios bestehen offenbar ausschließlich aus Fonds und nicht aus einzelnen Wertpapieren (S. 5). Insgesamt nutzen ungefähr genauso viele Anleger Modellportfolios wie Multi-Asset Fonds, die in Deutschland besonders populär sind.

Aufgrund der großen Bedeutung von Plattformen führt die britische Aufsicht gerade eine Studie durch, deren Ergebnisse Mitte 2018 veröffentlicht werden sollen. Wahrscheinlich kann man dieser Studie entnehmen, ob und falls ja welche Lehren es für Deutschland geben kann.

Der Asset Management Report der britischen Aufsicht (Financial Conduct Authority (FCA): Final Report Asset Management Market Study, Juni 2017) hatte interessante Erkenntnisse gebracht:

### **Anbieter verdienen viel Geld mit aktiven Fonds**

Obwohl die britische Assetmanagementbranche die zweitgrößte der Welt ist (S. 3), mehr als 100 Milliarden Anlagevolumen "aktiver" Fonds „sehr nah am Index gemanagt werden“ (S. 5) und die Gebühren für passive Fonds seit 2009 relativ stark gesunken sind (S. 35/36), gibt es kaum Preiswettbewerb zwischen aktiven Fondsanbietern (S. 4). Selbst institutionelle Anleger

scheinen kaum preissensibel zu sein, wie die Sorge der Aufsicht in Bezug auf den als sehr gering wahrgenommenen Wettbewerb bei institutionellen Consultants zeigt (S. 5).

Das zeigen auch die Modellportfoliogeühren: Wie mit TAMPs in den USA (s. vorheriger [Blogbeitrag](#))<sup>168</sup> kann man auch in Großbritannien gut damit verdienen. Die Nutzung der Modellportfolios der Plattformen kostet zwischen 0,6% und 1,6% pro Jahr. Dazu kommen noch Nutzungsgebühren für die Plattformen von meist 0,25% bis 0,45% pro Jahr (siehe „How to find the cheapest DIY model portfolios or online wealth manager“, in [www.Thisismoney.com](http://www.Thisismoney.com), 19.5.2016). Und Kosten für Berater, sofern welche genutzt werden, müssen noch dazu gerechnet werden.

### **Günstige deutsche Plattformen könnten interessant sein**

So teure Musterportfolioplattformen brauchen wir in Deutschland nicht. Da kann man gleich teure aktive Fonds kaufen.

Günstige Portfolios von ETFs und anderen Indexfonds oder auch Portfolios aus einzelnen Wertpapieren, die man über Berater und Plattformen kaufen kann, könnten aber auch für deutsche Anleger interessant sein. Solche Plattformen hätten ein wesentlich breiteres Angebot als Robo-Advisors und könnten Beratern und Anlegern sehr viel Transparenz liefern. Die vollautomatische Umsetzung solcher Portfolios bei günstigen Depotbanken könnte für viele Selbstentscheider attraktiv sein.

Berater könnten sich so auf die Finanzplanung und individuelle Beratung konzentrieren und das Portfoliomanagement, mit dem sowieso kaum Outperformance generiert werden kann, an Modellportfoliostrategen delegieren.

### **MUSTERPORTFOLIOS HABEN VORTEILE GEGENÜBER FONDS**

Vermögensverwalter, Anlageberater und Banken sind normalerweise keine großen Anhänger von Muster- bzw. Modellportfolios (s.a. Musterportfolios<sup>169</sup>). Die meisten verkaufen lieber Investmentfonds und andere Produkte. Selbst ETFs, die kostengünstigen passiven Fonds, werden Anlegern bisher selten aktiv angeboten.

Auch die Finanzpresse scheint Musterportfolios nicht sehr zu schätzen. Dabei werden solche Musterportfolios in den Fachmedien oft sogar kostenlos angeboten. Vielleicht wird angenommen: Was nichts kostet, kann auch nichts taugen. Musterportfolio ist aber nicht gleich Musterportfolio. Interessant: In den USA (s. [Blogbeitrag](#)<sup>170</sup>) und UK (s. [Blogbeitrag](#)<sup>171</sup>) kann man mit Musterportfolios viel Geld verdienen.

### **Musterportfolios können kostengünstig angeboten werden**

---

<sup>168</sup> <http://prof-soehnholz.com/mit-modellportfolios-kann-man-sehr-viel-geld-verdienen/>

<sup>169</sup> <http://prof-soehnholz.com/investment-fonds-musterportfolios-profis- robo- advisor/>

<sup>170</sup> <http://prof-soehnholz.com/mit-modellportfolios-kann-man-sehr-viel-geld-verdienen/>

<sup>171</sup> <http://prof-soehnholz.com/modellportfolios-in-uk-ein-sehr-grosser-wachsender-und-profitabler-markt/>

Anbei der Versuch einer halbwegs objektiven Betrachtung (meine Firma Diversifikator bietet Musterportfolios an) verschiedener Arten von Musterportfolios.

Das Wichtigste zuerst: Musterportfolios können besonders kostengünstig angeboten werden. Und niedrige Kosten sind der wichtigste Faktor, um attraktive Renditen zu erreichen. Alleine schon deshalb sollte man sie ernst nehmen.

Zusammenfassung der Vor- und Nachteile, die im Folgenden näher begründet werden.

#### **Vorteile:**

- Günstig (Nachfragesicht)
- Hoher Datenschutz (Nachfragesicht)
- Keine bzw. geringe Regulierung (Anbietersicht)

#### **Nachteile:**

- Implementierungsaufwand (für "Selbstbediener")
- Geringe Haftung der Anbieter (Nachfragesicht)
- Vermeintlich geringe Verdienstmöglichkeiten (Anbietersicht)
- Kontrollverlust (Anbietersicht)
- Asset Allokation, Titelselektion, Risikomanagement und Umsetzung erforderlich

Den Prozess der Bildung und Umsetzung von Musterportfolios, Investmentfonds oder auch kundenindividuellen Managed Accounts (MA) kann man in vier wesentliche Elemente aufteilen: Asset Allokation auf unterschiedliche Anlageklassen, Fonds- bzw. Titelselektion, Risikomanagement und Umsetzung bzw. Handel.

Aus Kundensicht gibt es die folgenden Umsetzungsmöglichkeiten von Musterportfolios: Selbstverwaltung, individuelle Vermögensverwaltung und standardisierte Vermögensverwaltung jeweils mit oder ohne Beratung.

#### **Anbieter: Vermögensverwalter, Anlageberater, Depotbanken und andere**

Als Anbieter von Musterportfolios kommen vor allem Vermögensverwalter, vor allem passive Spezialisten wie ETF-Anbieter, aber auch Robo Advisors, Depotbanken, Anlageberater und Vermittler und auch (Finanz-)Medien in Frage.

Während Robo Advisors, die provisionsfreie ETFs einsetzen, an den Musterportfolios verdienen müssen, können ETF-Anbieter, Depotbanken und Medien ihre Portfolios "kostenlos" anbieten: ETF-Anbieter können mit ihren ETFs verdienen, Depotbanken mit den Handelstransaktionen und Medien nutzen Musterportfolios zum Kompetenzbeweis und wollen damit mehr Leser akquirieren, von denen sie indirekt über Werbung profitieren.

Klassische (aktive) Vermögensverwalter werden Musterportfolios kaum kostenfrei anbieten, weil sie ihren kostenpflichtigen Angeboten sonst zu viel Konkurrenz machen. Anlageberater

und Vermittler wiederum, die durch Provisionen von Fondsanbietern oder direkt vom Anleger bezahlt werden, können Musterportfolios kostenlos bzw. kostengünstig anbieten.

Die Breakeven-Schwellen für „aktive“ kostenpflichtige Musterportfolios liegen für Anleger über zehntausend Euro

Zwischen einem Multi-Asset-Fonds mit aktivem Risikomanagement und einem Multi-Asset Musterportfolio mit Nutzung von Risikomanagement ist ein sinnvoller Vergleich möglich. Als Beispiel für letzteres kann z.B. das ESG ETF-Portfolio Trend von Diversifikator genutzt werden. Das Portfolio umfasst fünf bis sechs ETFs und wird regelmäßig ein Mal pro Jahr überprüft und „rebalanziert“. Das führt zu fünf bis sechs „Trades“ pro Jahr. Für das laufende Risikomanagement werden einfache Trendfolgesignale genutzt (s.a. einfaches Risikomanagement<sup>172</sup>). In der Rückrechnung ab 2008 wurden dafür jeweils 12 Trades pro Jahr vorgenommen. Die Verluste des Portfolios waren geringer und die risikoadjustierte Rendite war ähnlich wie beim ESG ETF-Portfolio ohne Trendfolge.

17 Trades mit angenommenen Kosten von 6 Euro pro Trade ergeben Handelskosten von ca. 100 Euro pro Jahr. Bei einer Anlage von 10.000 Euro ergibt das 1% an reinen Handelskosten. Hinzu kommen die Kosten für die Nutzung des Musterportfolios, die bei Diversifikator 1,19% inklusive Umsatzsteuer betragen. Davon gehen 75% an den Berater bzw. Vermittler des Musterportfolios. Dazu kommen noch die Kosten für die ETFs, die bei ca. 0,33% pro Jahr liegen. 2,52% pro Jahr (1%+1,19%+0,33%) liegen etwa auf der Höhe von aktiv gemanagten Multi-Asset (ETF-)Dachfonds. Bei höheren Anlagesummen ist es für den Anleger finanziell attraktiver, ein Musterportfolio zu nutzen als einen aktiv gemanagten (ETF-)Dachfonds.

Dabei sind aber keine Opportunitätskosten berücksichtigt: Wenn der Anleger das ESG ETF-Portfolio bei einem Vermögensverwalter kauft, führt der Verwalter die Trades für den Anleger durch. Wenn er das Musterportfolio aber von einem Berater oder Vermittler kauft, muss es der Anleger selbst umsetzen und entsprechend Zeit für die Trades investieren. Bei 17 Trades pro Jahr ist der Zeitaufwand aber relativ gering.

Aber es gibt auch ETF-Dachfonds oder andere risikogemanagte Multi-Assetfonds, die Gesamtkosten unter 2,52% p.a. aufweisen. Vor allem aber gibt es Robo Advisors, deren Kosten erheblich unter diesen 2,52% liegen. Dabei ist aber zu bedenken, dass in den oben genannten 2,52% auch 0,75% Vertriebs- bzw. Beratungsprovision enthalten sind, die bei Robo Advisors nicht beinhaltet ist. Trotzdem liegen 1,77% (2,52% - 0,75%) noch erheblich oberhalb der Gebühren von Robo Advisors, die bei den bankunabhängigen Robos in Deutschland im Schnitt bei ca. 0,75 bis 1% liegen.

Bei "passiven" Musterportfolios liegen die Break-Even Schwellen jedoch erheblich niedriger. So kommt das ESG ETF-Portfolio ohne Trendfolge auf 6 Trades pro Jahr, also 36 Euro. Bei einem Anlagevolumen von zehntausend Euro sind das 0,36% pro Jahr. Hinzu kommen die Kosten für die ETFs von ca. 0,33% pro Jahr und die Gebühren für Diversifikator von 1,19 % pro Jahr, also insgesamt 1,88% inklusive der 0,75% für Berater/Vermittler. Ohne Beraterkosten liegen die Gebühren bei einem Anlagevolumen von zehntausend EUR etwa auf Höhe der Robo-Advisors. Mit zunehmendem Anlagevolumen reduzieren sich die relativen Tradingkosten aber sehr schnell.

---

<sup>172</sup> <http://prof-soehnholz.com/einfaches-risikomanagement-kann-erstaunlich-gut-funktionieren/>

Ein sich permanent änderndes Musterportfolio mit vielen einzelnen Wertpapieren kann von Anlegern meist nicht mit wenig Zeit- und Kostenaufwand umgesetzt werden. "Aktive" Portfolios sind daher für Selbstbediener nur schlecht als Musterportfolios geeignet. Passive Musterportfolios mit wenigen Positionen bzw. Handelsaktivitäten können aber attraktiv sein.

### **Die Erstellung und Pflege von Musterportfolios kann für Anbieter sehr aufwändig sein**

Je nachdem, welche Elemente man kombiniert, gibt es unterschiedliche Vorteile und Nachteile für Anbieter und Nachfrager von Musterportfolios. Dabei ist ein statisches Musterportfolio deutscher Aktien, wie sie vor allem in der deutschen Finanzpresse angeboten werden, kaum mit einem aktiv gemanagten globalen Multi-Asset Portfolio vergleichbar. Ein Portfolio aus zwei ETFs mit jeweils 50% Allokation, das einmal pro Jahr wieder auf das Ausgangsgewicht gebracht wird, kann offensichtlich relativ günstig erstellt werden. Eine umfassende und überzeugende Allokation auf verschiedene Anlageklassen und mit Nutzung der besten Investmentfonds, die auf umfassenden Analysen beruht, kann dagegen sehr aufwändig sein. Das gilt insbesondere auch dann, wenn regelmäßige Überwachung für ein „aktives“ Risikomanagement erforderlich ist.

Besonders aufwändig für Anbieter wird es, wenn Portfolios aus zahlreichen einzelnen Wertpapieren gebildet werden, also nicht nur aus ETFs sondern aus Aktien und Anleihen. So liegt den ESG Portfolios von Diversifikator umfassendes und entsprechend teures ESG-Research zugrunde.

### **Entwicklung von Musterportfolios: Einfache Regeln versus Data Mining**

Auf Basis einer systematischen - eventuell noch "maschinell unterstützen" - Analyse von Vergangenheitsdaten ist es relativ einfach, gute diskretionäre Portfolios zu entwickeln. Mit Hilfe von Data-Mining (siehe z.B. dieser Blogbeitrag<sup>173</sup>) können auch Regeln gefunden werden, die in der Vergangenheit zu der Outperformance von Benchmarks geführt hätten. Die Regeln sind jedoch oft relativ komplex, beziehen sich oft nur auf sehr spezielle Anlageuniversen und/oder erhalten Leerverkäufe und Kreditaufnahmen oder unrealistisch niedriger Transaktionskosten. Die Echtperformance solcher Portfolios ist oft enttäuschend.

Diversifikator z.B. nutzt weitestgehend dieselben möglichst einfachen und wissenschaftlich basierten Regeln für alle vergleichbaren Portfolios. Die Regeln wurden entwickelt, um das "most passive" Weltmarktportfolio nachzubilden bzw. um verantwortungsvolle Portfolios zu erreichen. Outperformance von Benchmarks wird nicht aktiv angestrebt (siehe z.B. dieser Blogbeitrag<sup>174</sup>).

### **Transparenz erfordert viele Informationen**

Wenn man das (Muster-)Portfolios eines aktiven Managers kauft kann es sein, dass man dem Manager voll vertraut und seine Änderungen des Portfolios "blind" nachvollzieht. Idealerweise sollten Musterportfolios aber möglichst transparent sein. Die transparente Dokumentation von Veränderungen in aktiv gemanagten Portfolios ist aufwändig.

---

<sup>173</sup> <http://prof-soehnholz.com/no-data-und-small-data-verschlechtern-die-anlageperformance/>

<sup>174</sup> <http://prof-soehnholz.com/verantwortliche-esg-portfolios-brauchen-keine-outperformance-esg-etf-portfolio-mit-sehr-guter-performance/>



Für ein sehr einfaches 50/50 gewichtetes Portfolio aus zwei ETFs sind offenbar nur wenige Erklärungen nötig. Wenn man aber die den ETFs zugrunde liegenden Indizes mit allen möglichen Indexänderungen beschreibt, erhält man ein sehr umfassendes Regelwerk. Das sieht man z.B., wenn man sich die Dokumentation selbst von einfachen Indizes wie dem DAX durchliest. Die Dokumentation muss zudem immer aktuell gehalten werden.

Wenn man mit einem Musterportfolio offizielle Indizes direkt nachbilden will, werden zudem erhebliche Indexlizenzierungskosten fällig. Musterportfolios sind also am ehesten für regelbasierte Portfolios mit relativ wenigen Bestandteilen und wenigen Handelsaktivitäten geeignet, die keinen offiziellen Indizes folgen.

Anbieter möchten aber zum Schutz des Know-How der Portfoliomanager oder weil bestimmte Informationen bzw. Daten nicht öffentlich gemacht werden dürfen oder sollen, oft nicht alle Musterportfolioänderungen nachvollziehbar dokumentieren.

Und auch für Anlageberater können vor allem aktive Musterportfolios aufwändig in der Betreuung sein. Und je mehr Portfolios bzw. Wahlmöglichkeiten angeboten werden, desto mehr Erklärungen sind nötig, wie man z.B. an der umfangreichen Dokumentation auf [www.diversifikator.com](http://www.diversifikator.com) und [www.prof-soehholz.com](http://www.prof-soehholz.com) sieht, obwohl nur „most passive“ Portfolios angeboten werden.

"Normale" Robo Advisors bieten oft gar nicht so viel Transparenz, wie man annehmen sollte. Ihre Algorithmen werden sehr selten offen gelegt (siehe Kevin Lehmann, Manuel Wittke, Mikhail Beketov: „Welche Algorithmen die Robo Advisors befeuern“, in Private Banking Magazin vom 6.3.2018) und ähnliches gilt für die genutzten Daten bzw. Prognosen. Mit der Begründung besserer "User Experience" wird zudem oft mit sehr wenig Text gearbeitet, womit die Transparenz reduziert wird.

### **Kritik an fehlender Nachprüfbarkeit von Track Records**

Manchmal werden auch fehlende Track Records bzw. die fehlende Nachprüfbarkeit von Musterportfolios bemängelt. Bei stark kontrollierten Investmentfonds, von denen es viele mit relativ langen Historien gibt, kann man davon ausgehen, dass deren Track Records stimmen. Vermögensverwalterportfolios sind jedoch selten transparent und damit kaum nachprüfbar.

Musterportfolios werden zumindest regelmäßig publiziert. Grundsätzlich kann deren Performance also nachgeprüft werden, auch wenn das wohl kaum jemand tut. Und Rückrechnungen von Indizes bzw. stark regelbasierten Musterportfolios sind, anders als die von aktiven Portfolios, relativ aussagekräftig, weil sie kaum von diskretionären Interventionen in der Vergangenheit abhängen.

So stehen die aktuellen Tagesperformances und die aller Rückrechnungen aller Diversifikator-Portfolios öffentlich zur Verfügung. Insgesamt bestehen so wenige Manipulationsmöglichkeiten und man kann davon ausgehen, dass die Rückrechnungen ziemlich repräsentativ für die Echtperformance der "most passive" Portfolios sind. Man kann bei vielen Portfolios von Diversifikator sogar feststellen, dass die Rückrechnungen tendenziell schlechter sind als die Echtperformance.

## **Anbieter haben Angst vor Trittbrettfahrern**

Viele potenzielle Anbieter von Musterportfolios befürchten, dass Portfolios, deren Zusammensetzung und vor allem Regeln zeitnah veröffentlicht werden, kopiert werden und sie so um ihre Gebühren gebracht werden können.

Das Risiko ist für Anbieter mit einem überschaubaren regionalen Angebotsgebiet meines Erachtens aber nicht so groß. Professionelle Anbieter von Geldanlagen werden sich kaum trauen, kopierte Musterportfolios im selben Gebiet anzubieten wie der "Erfinder" des Musterportfolios. Da Musterportfolios nicht geschützt werden können, hätte das zwar wohl kaum rechtliche Konsequenzen. Aber wenn Kopien fremder Musterportfolios entdeckt werden, muss mit enormen Reputationsschäden gerechnet werden. Das wird kaum ein professioneller Anbieter in Kauf nehmen.

Zwar wird es immer einige Privatanleger geben, die kostenpflichtige Musterportfolios in ihre Portfolios umsetzen ohne dafür zu zahlen, das sollten aber Ausnahmen sein.

## **Musterportfolios mit Regulierungsvor- und Nachteilen**

Musterportfolios haben aber auch aus Anbietersicht Vorteile, weil sie - je nach Ausgestaltung - nicht grundsätzlich regulierungspflichtig sind und damit Regulierungskosten und Haftungsrisiken entfallen bzw. reduziert werden können. Anders als bei Investmentfonds sind außerdem keine Mindestvolumen für ihren Start erforderlich, was die Eintrittsschwellen für die Erstellung von Musterportfolios gegenüber Fonds erheblich reduziert.

Aus Anbietersicht ist von Vorteil, dass die Umsetzung externer Musterportfolios normalerweise nicht als Auslagerung gilt. Musterportfolioangebote gelten nicht als Vermögensverwaltung, wenn Anleger vorab regelmäßigen Umschichtungen zum Beispiel jeweils zum Jahresende zustimmen. Das kann, je nach Art der Umsetzung, sogar auf die Nutzung von Risikosignalen zutreffen. Auch eine formelle Anlegerberatung wird bei der Umsetzung standardisierter Musterportfolios nicht vorausgesetzt, was den Aufwand für Depotbanken erheblich reduzieren kann. Wenn eine Bank eine (standardisierte) Vermögensverwaltung anbietet, kann diese zudem regulierungsfrei vermittelt werden. Die bestehende Regulierung kann daher dazu führen, dass Anbieter künftig mehr Musterportfolios anbieten werden, um Selbstentscheidern (Execution only) genügend Auswahlmöglichkeiten anzubieten.

Aus Nachfragersicht ist die mögliche geringere Regulierung und damit die reduzierte Haftung der Anbieter ein Nachteil. Aber auch hier gilt, dass Anbieter schon aus Reputationsgründen auf eine hohe Qualität ihrer Musterportfolios achten müssen und mit der Depotbank sowieso immer ein hoch regulierter Anbieter erforderlich ist. Außerdem können Anbieter die niedrigeren (Regulierungs-)kosten teilweise an Anleger weitergeben.

## **Besserer Datenschutz möglich**

Hinzu kommt, dass bei der Umsetzung von Musterportfolios der Datenschutz höher sein kann als bei klassischen Investments. Musterportfolios von Diversifikator, die von Selbstentscheidern bei ihrer Bank umgesetzt werden, erfordern keine Offenlegung von

Anlegerdaten gegenüber Diversifikator. Beim Kauf von Fonds oder Portfolios über (regulierte) Berater und Verwalter (auch Robo Advisors), müssen Anleger allerdings umfassende und sensible Daten offenlegen.

Gegenüber der Depotbank muss der Anleger aber in jedem Fall relevante Daten offen legen und beim direkten Kauf von Investmentfonds über Depotbanken hat die Fondsgesellschaft auch keine Informationen über den Käufer des Fonds.

### **Umsetzung bei deutschen Depotbanken kann verbessert werden**

In Deutschland werden private Wertpapierdepots oft kostenlos angeboten. Depotbanken verdienen vor allem am Handel von Wertpapieren. Daher haben sie wenig Anreize, handelsarme (passive) Portfolios anzubieten.

Musterportfolios aus Investmentfonds werden inzwischen allerdings häufiger angeboten. Sofern dabei klassische Fonds genutzt werden, die Vertriebsprovisionen zahlen, können Depotbanken gut daran verdienen. Bei reinen ETF-Depots mit wenigen Handelsaktivitäten sind die Verdienstmöglichkeiten für Depotbanken jedoch sehr beschränkt.

Bei der effizienten Umsetzung von Musterportfolios bzw. standardisierten Vermögensverwaltungen aus mehreren Aktien, zumal in Verbindung mit Risikosignalen, scheint es zudem bei zahlreichen deutschen Depotbanken noch technischen Nachholbedarf zu geben. Durch die Zunahme von neuen Wettbewerbern (Robo Advisors) kommt aber Dynamik in den Markt.

Ich gehe davon aus, dass deutsche Depotbanken künftig mehr Musterportfolios anbieten werden. Indem sie - ähnlich wie Robo-Advisors - automatisierte Umsetzungen anbieten und Gebühren auf die verwalteten Anlagevolumina verlangen, kann das sehr attraktiv für sie werden. Anleger können sich zudem bei Bedarf zusätzliche Beratung von Anlageberatern einkaufen.

### **Erwartete Gebühren für Musterportfolios**

Die naheliegende Frage ist, wie viel Geld vom Anbieter für ein gutes Musterportfolio verlangt werden kann. In den USA und Großbritannien werden teilweise sehr hohe Gebühren für Musterportfolios erzielt (s. Blogbeitrag<sup>175</sup>). In Deutschland werden viele Musterportfolios in off- und online Finanzpublikationen und von ETF-Anbietern dagegen kostenlos angeboten.

Abhängig vom Anlagevolumen sehe ich künftig folgende Gebührenstruktur für passive, diversifizierte aber relativ transaktionsarme Musterportfolios in Deutschland:

a) ETF-Variante: Depotgebühren ca. 0,1%, ETF-Gebühren ca. 0,25%, Modellportfoliogeühren ca. 0,2%, automatische Umsetzung ca. 0,2% , insgesamt also ohne persönliche Beratung ca. 0,75% und inklusive Beratung ca. 1,25% plus Umsatzsteuer pro Jahr

<sup>175</sup> <http://prof-soehnholz.com/mit-modellportfolios-kann-man-sehr-viel-geld-verdienen/>

b) Direkte Wertpapier-Variante: Depotgebühren ca. 0,2%, Modellportfolio-Gebühren ca. 0,3%, automatische Umsetzung ca. 0,3% , insgesamt also ohne persönliche Beratung ca. 0,8% und inklusive Beratung ca. 1,3% plus Umsatzsteuer pro Jahr

Selbstumsetzer und -entscheider können die Umsetzungskosten reduzieren und die Beratungskosten einsparen.

## ROBO-ADVISORS SIND EINE KONKURRENZ FÜR FONDSANBIETER UND INDIVIDUELLE VERMÖGENSVERWALTER

Die Frage ist, ob einige der von Rekenhtaler genannten Strategien nicht genauso gut oder sogar besser von Robo-Advisors als von traditionellen aktiven Fondsmanagern angeboten werden können.

Die ETF-Anbieter Vanguard und Schwab sind in den USA die erfolgreichsten Robo-Advisors. Gründe dafür sind wohl vor allem ihre Bekanntheit und guten Markennamen dieser beiden Anbieter aber auch die sehr geringen Gebühren ihrer Robo-Advisors. Es ist zu erwarten, dass andere ETF Anbieter ebenfalls erfolgreiche Robo-Advisors aufbauen können. Für unabhängige Robo-Advisors wird es sehr schwer werden, gegen diese Anbieter anzukommen. Das können sie nur durch Differenzierung der Produktangebote versuchen, denn die Robo-Advisor Technik ist mittlerweile eine Commodity geworden. Damit aber gehen die Robo-Advisors in direkte Konkurrenz zu aktiven Managern.

Für die Produktdifferenzierung sehen ihnen mehrere Wege offen, darunter auch die von Rekenhtaler angesprochenen:

- Angebote von ETFs verschiedener ETF-Anbieter: Das bringt Kunden relativ wenig Zusatznutzen, da die Angebotspaletten der großen ETF-Anbieter ziemlich komplett sind und sich die ETFs zwischen den Anbietern oft kaum nennenswert voneinander unterscheiden.
- Angebote von aktiven Fonds auf ihren Plattformen: Die großen ETF-Anbieter haben fast alle auch aktive Fonds im Konzernangebot, die sie ebenfalls schon jetzt oder wohl künftig online anbieten. Produktunabhängigkeit kann sich dabei zu Gunsten der Robo-Advisors auswirken.
- Angebote von Assetklassen, für die es keine ETFs gibt, z.B. direkte Immobilien oder Private Equity Investments: Auch hier haben ETF Anbieter keine Vorteile. Online-Anbieter aus dem sogenannten Crowd-Investing Segment sind schon mit solchen Angeboten am Markt und damit eine Konkurrenz zu etablierten Asset-Managern.
- Angebote von Einzeltiteln und individuellen Portfoliobildungsmöglichkeiten für Anleger, zum Beispiel Targeted Smart Beta. Hier haben klassische ETF-Anbieter die vor allem auf Skaleneffekte setzen kaum Startvorteile, also auch damit eröffnen sich Differenzierungschancen für Robo-Advisors.
- Angebote von Solutions wie den von Rekenhtaler genannten: Das können Robo-Advisors wahrscheinlich besser machen als ETF-Anbieter ohne Robo-Unterstützung.

Aber wie sollen sich aktive Manager künftig im Spannungsfeld zwischen ETF-Anbietern und Robo-Advisors positionieren?

Das kann einerseits über einen starken Vertrieb erfolgen. Eine etablierte Vertriebsorganisation ist von Robo-Advisors nur schwer zu kopieren. Im B-to-B Bereich erfolgt der Vertrieb durch die Partner („to-B“), so dass Assetmanager, die keinen starken eigenen Direktvertrieb haben, auf andere Elemente setzen müssen. Bei den Kosten können sie kaum mit Robo-Advisors konkurrieren. Vorteile für traditionelle Assetmanager ergeben sich auch dadurch, dass heute der überwiegende Teil aller Anleger aktive Assetmanager nutzt und Anleger ihre Anbieter nicht unbedingt oft bzw. schnell wechseln. Vorteile sind auch die Provisionen, die – im Gegensatz zu Angeboten von ETFs bzw. Robo-Advisors – mit diesen Produkten verdient werden können. Mit Provisionsverböten, neuen „Fiduciary Standards (siehe „DOL“-Vorgaben in den USA) und mehr Transparenz unter anderem durch Robo-Advisors ändert sich das jedoch.

Der überwiegende Anteil der Anlagen liegt heute noch bei aktiven Fondsmanagern, die diskretionäre bzw. personen- oder teamabhängige Investmentphilosophien verfolgen. Investmentphilosophien kann man grob in drei Gruppen differenzieren: Diskretionäre, quantitative (regelbasiert-prognosebasierte) und regelbasiert-prognosefreie.

Personenabhängige, diskretionäre bzw. Starfondsmanager-Strategien werden auch künftig nur von aktiven Managern umgesetzt werden. Diese können ihre Strategien online stellen (wie bei Wikifolio oder United Signals), aber solch individuelle Portfoliomanager bzw. Teams werden kaum Bestandteil von ETF-Anbieter- oder Robo-Advisor-Angeboten sein.

Regelbasierte (z.B. Smart-Beta) Strategien können dagegen sehr wohl relativ einfach von ETF-Anbietern und Robo-Advisors „inhouse“ entwickelt und gemanagt und angeboten werden. Größere ETF-Anbieter werden dabei allerdings kaum sehr viele sehr spezielle „targeted“ Strategien anbieten. Robo-Advisors können das aber durchaus kostengünstig umsetzen. Ähnliches gilt für Solutions, sofern sie regelbasiert sind, was meist der Fall ist. Diese können besonders von Robo-Advisors effizient umgesetzt und angeboten werden.

Wenn man also Robo-Advisors und Crowd-Investing in die Überlegungen von Rekenenthaler einbezieht, bleiben kaum noch attraktive Erfolgsstrategien für aktive Fondsmanager übrig.

Was bedeutet das für Anlageberater? Anleger, die keine Berater nutzen wollen, können nur über Online-Selbstbedienungs- bzw. Robo-Advisors adressiert werden. Aber die meisten, gerade auch anspruchsvolle Anleger, wollen weiterhin persönlich beraten werden. Diesen Kunden sollten ETFs, Smart-Beta und andere Strategien möglichst effizient angeboten werden. Gerade regelbasierte Strategien können online sehr gut unterstützt werden. Dabei können fremde regelbasierte Strategien (z.B. von ETF-Anbietern) genutzt werden oder auch eigene Anlagestrategien entwickelt und online-unterstützt angeboten werden.

Ich halte daher die Kombination von regelbasierten Produkten mit starker online („Robo“) Unterstützung und persönlicher Beratung für den Königsweg.

# PERSÖNLICHE UND ROBO-BERATUNG

## ROBO-ADVISOR DEFINITION UND KLASSIFIKATION

Robo-Advisors werden in den USA und auch in Großbritannien immer populärer. Einige von ihnen haben viele Millionen Venture Capital von als sehr anspruchsvoll geltenden Fonds erhalten. Manche managen schon mehrere Milliarden an Kapitalanlagen. Vanguard und Charles Schwab sind auch schon in dem Markt aktiv und über Google, Alibaba und weitere potentielle Wettbewerber wird spekuliert.

Robo-Advisors sind ein Untersegment der sogenannten Fintechs. Fintechs sind technologisch fokussierte bzw. digitale Finanzunternehmen. Fintechs umfassen Unternehmen mit Fokus auf Kreditvergabe, Zahlungsverkehr und eben auch Anlageberatung bzw. Investments wie Robo-Advisors.

Investopedia definiert Robo-Advisors wie folgt: „A robo-advisor is an online wealth management service that provides automated, algorithm-based portfolio management advice without the use of human financial planners.“<sup>176</sup> Basierend auf einer Online-Befragung des Anlegers, mit der versucht wird, seine Risikotoleranz zu ermitteln, erhält der Anleger regelbasierte standardisierte Anlagevorschläge.

Auch in Deutschland gibt es schon einige Robo-Advisors<sup>177</sup>. Sie verfolgen durchaus unterschiedliche Ansätze: Die erste Gruppe, die man als „Investment- bzw. Kapitalanlage Robo-Advisors“ bezeichnen kann, stellt eine einfache langfristige Kapitalanlage in den Vordergrund: In der Regel werden wenige ETF-basierte Portfolios angeboten, die meist in defensive, ausgewogene und dynamische Strategien eingeteilt werden. In der einfachsten Variante zeichnen sie sich durch Allokationen wie 30/70, 50/50 und 70/30 in Bezug auf Aktien- und Anleihe-ETFs aus<sup>178</sup>.

Andere Anbieter werben mit ihrer wissenschaftlichen Basis, meist Markowitz-Optimierungen, und kommen zu vergleichbaren Portfolios. Kern-Werbebegriffe sind: Günstig, einfach, transparent, wissenschaftlich basiert, diversifiziert. In den angelsächsischen Ländern gehört neben den o.g. Stichworten noch das sogenannte Tax-Loss Harvesting zu den wichtigen Verkaufsargumenten. Dabei sollen durch „automatisierte“ Realisierungen kurzfristiger Verluste Steuern gespart werden.

Beispiele dafür sind Betterment (US), Wealthfront (US), Future Advisor (US), Nutmeg (UK), Quirion (D), easyfolio (D), Just ETF (D), yavalu (D, jetzt: financescout24), Ginmon (D), owlhub (D), truewealth (CH) und ähnlich Vaamo (D) und Fairr (D) sowie die Aktivitäten von Charles Schwab (US) und Vanguard (US).

---

<sup>176</sup> www.Investopedia.com im August 2014

<sup>177</sup> Siehe z.B. German Fintech Overview auf [www.paymanetandkanking.com](http://www.paymanetandkanking.com) in der Kategorie „Savings“ oder „Robo-Advisors: Was die automatisierte Vermögensverwaltung taugt“ in Finanztest 1/2017; Robo-Advisors werden im Folgenden auch als „Robos“ bezeichnet.

<sup>178</sup> So z.B. bei Easyfolio



Die amerikanischen Robo-Advisors bieten ihre Services mit angeblichen „0“ bis zu 0,25% p.a. auf den ersten Blick relativ günstig an. Die Europäer liegen eher bei 0,4% – 1% p.a..

Die Unterschiede zwischen den Anbietern sind relativ klein. Finanztest teilt sie in drei Gruppen ein: Selbstbedienungs-Plattformen („SB-Robos“), Beratungsplattformen („Beratungs-Robos“) und Vermögensverwaltungsplattformen („Verwaltungs-Robos“). Die Einteilung orientiert sich einerseits an den Services und andererseits an den Regulierungserfordernissen der Plattformen.

Selbstbedienungsplattformen liefern Portfolios die von Anlegern im sogenannten Execution-only, also frei von persönlicher Beratung, bei ihren Depotbanken umgesetzt werden. Beratungs- bzw. Vermittlungsplattformen vermitteln Portfolios an eine Depotbank und ermöglichen Anlegern, dort neue Depots zu eröffnen, in denen die Anfangsportfolios automatisiert umgesetzt werden. Anleger können fortlaufend Tipps zu Portfolioänderungen erhalten, die sie aber nicht umsetzen müssen. Bei Vermögensverwaltungsplattformen werden von der Plattform (dem Robo-Advisor) auch laufende Änderungen selbstständig umgesetzt.

Teilweise wird das reine Online-Angebot sehr weniger einfacher Portfolios bereits um weitere Portfolios erweitert worden. In einigen Fällen ist zumindest geplant, auch Video-Beratung oder sogar persönliche (Honorar)Beratung zusätzlich anzubieten<sup>179</sup>.

Die zweite Gruppe, die ebenfalls oft als Robo-Advisor bezeichnet wird, kann man „Trading- bzw. Handels-Robos“ nennen. Diese Plattformen fokussieren auf eher kurzfristige und Handelsstrategien statt langfristiger Anlagestrategien. Das grundlegende Prinzip dieser Gruppe ist es, Musterportfolios online zu stellen, die beobachtet und für Investments nachgebildet werden können. In diesem Sinne sind es keine vollkommen Algorithmusbasierten Robo-Advisors im engeren Sinn sondern eher Social-Investing-Plattformen, die auf Empfehlungen und dem „Follower-Prinzip“ beruhen. Diese sind von Crowdinvesting zu unterscheiden. Crowdinvesting-Anbieter sammeln Geld von zahlreichen Investoren ein um sie in einzelne Projekte z.B. ökologischer oder sozialer Art oder neuerdings auch Immobilien zu investieren.

Die Musterportfolios können von Investmentprofis oder Laien eingestellt werden. Teilweise müssen sie vor der Veröffentlichung geprüft werden und/oder es muss nachgewiesen bzw. sichergestellt werden, dass die Manager der Portfolios auch mit echtem Geld investiert sind. Diese Musterportfolios werden teilweise automatisiert implementiert. Daher kann man diese Ansätze als Robo-Advisors im weiteren Sinn verstehen. Viele Plattformen sind auf Aktien fokussiert aber es gibt auch Plattformen, die mehrere Assetklassen bzw. Instrumente wie Fonds, Zertifikate, Derivate etc. anbieten. Beispiele sind Covestor (US), Wikifolio (Österreich), Moneymeets (D) und United Signals (D) aber auch twindepot (D), Ayondo (D) und sharewise (D).

Vereinfacht ist das Geschäftsmodell wie folgt: Je mehr Geld von „Followern“ in die Musterportfolios investiert wird, desto eher verdient die Plattform bzw. der Entwickler bzw. Manager des Musterportfolios. Dabei verdient die Plattform zum Beispiel an einbehaltenen Vertriebsprovisionen der Anbieter von Produkten, die sich in den Portfolios befinden. Follower haben daher oft keine direkten Gebühren zu zahlen. Aber es gibt auch

---

<sup>179</sup> In Deutschland z.B. sehr früh schon von Quirion angeboten

Abonnementmodelle für Investmenttipps wie smartdepot (D). Neue Nutzer anzuziehen und zu halten soll vor allem durch Social Media Methoden erfolgen.

Solche Follower werden vor allem durch gute Portfolios angezogen. Dauerhaft gute Portfolios anzubieten ist aber schwierig, wie alle Portfoliomanager wissen. Mittelfristig wird daher neben der Performance auch das Risikomanagement eine wichtige Rolle spielen und wohl auch die Nachvollziehbarkeit bzw. Transparenz der Ansätze, möglicherweise auch das Thema Responsible Investments. Anbieten würde sich gerade bei den handelsorientierten Ansätzen auch eine sogenannte Gamification.

Falls es zu einem Vertriebsprovisionsverbot kommen sollte, sind die provisionsabhängigen Handels-Ansätze nicht mehr umsetzbar und müssen wohl auf volumenbasierte oder Abo-Bezahlmodell umstellen. Auch die sicher kommende Transparenz von Vertriebsprovisionen kann den Handels-Ansätzen schaden. Denn dabei kann herauskommen, dass die Plattform-Anbieter mehr an ihren Kunden verdienen, als diese Kunden vermuten. Die Robo-Advisors, die auf Basis von provisionsfreien ETFs arbeiten und die eine Gebühr direkt vom Anleger verlangen, wie die erste oben genannte Gruppe, kann dagegen wahrscheinlich von solchen Transparenz-Entwicklungen profitieren.

Möglicherweise werden künftig Robo-Advisors besonders erfolgreich sein, wenn sie Anlage-, Social-Investment- und Handelsansätze sowie Video- oder persönliche Beratung miteinander kombinieren.

## BIETEN ROBO-ADVISORS EINE BESSERE BERATUNG AN ALS TRADITIONELLE ANBIETER?

Traditionelle Anlageberatung steht unter Druck. Anlageberater in Banken aber auch unabhängige Berater und natürlich Vermittler finanzieren ihre Beratung bzw. Vermittlungsservices heute vor allem über Anbieterprovisionen. Von Verbraucherschützern wird kritisiert, dass das zum Verkauf von zu teuren Produkten führt. Bei der Vereinnahmung von Abschlussprovisionen besteht zudem das Risiko, dass Anleger zu oft zum Tausch von Produkten angeregt werden, weil so mehr verdient werden kann.

In Großbritannien, den Niederlanden und einigen skandinavischen Ländern sind Vertriebsprovisionen bereits verboten. Anleger müssen seitdem direkt für Beratung zahlen, meist in Form von Beratungszeitvergütungen (sogenannte Honorarberatung im engeren Sinn). oder laufenden Provisionen. Anders als erwartet sind offenbar nur relativ wenige Kunden bereit, für Beratung direkt bezahlen. Es scheint in diesen Ländern eher so zu sein, dass das Vertriebsprovisionsverbot zu verstärkten Nachfragen nach vermögensverwaltenden Fonds (oft in Form von Dachfonds), zu Beratungsverzicht und zu mehr Selbstberatung führt.

In Deutschland zeigen zahlreiche Umfragen, dass das Knowhow von Anlegern in Bezug auf Fonds oder Aktien sehr begrenzt ist. Nur wenige Anleger trauen es sich zu, individuell Portfolios für sich zusammenzustellen. Es ist daher anzunehmen, dass Kunden bei einem Provisionsverbot in großem Umfang auf vermögensverwaltende bzw. Standard- oder Musterportfolios zurückgreifen werden.

Die Frage, ob Robo-Advisors besser oder schlechter sind als menschliche Berater ist ein Thema, welches auch Aufsichtsbehörden interessiert<sup>180</sup>. Die langweilige Antwort lautet wahrscheinlich, es kommt auf den Robo und den menschlichen Berater bzw. die Beraterin an.

Man kann den Anlageprozess grob in 4 Schritte untergliedern: Finanzplanung, Risikoanalyse der Anlegerin oder des Anlegers, Portfoliozusammenstellung und Implementierung.

Finanzplanung: Robo-Advisors bzw. automatische Investment Advisors können z.B. durch Depot- und Kontoaggregation und intelligente Analysen dabei helfen, eine gute Übersicht über bestehende liquide Anlagen und laufende Einnahmen und Ausgaben zu schaffen. Typischerweise können Robos jedoch illiquide Anlagen wie Immobilien nicht adäquat berücksichtigen. Auch Verbindlichkeiten wie Konsumentenkredite etc. sind nicht einfach automatisiert zu erfassen.

Tools können auch dabei unterstützen, wenn es um die systematische Zusammenstellung von geplanten Ausgaben und Einnahmen geht. Durch Fragen auch nach nicht-finanziellen Risiken kann zudem automatisch analysiert werden, welche Versicherungen sinnvoll sein können. Steuer- und Erbschaftsthemen wiederum sind automatisiert nur schwer abzarbeiten.

Anleger-Risikoanalyse: Kapitalanlage-bezogene Risikoanalysen können sehr gut automatisiert erfolgen, z.B. mit dem Tool auf [www.behavioral-finance.de](http://www.behavioral-finance.de). Allerdings fehlt bei Robos manchmal eine Erklärung bzw. Dokumentation, warum das Risikotool so ausgestaltet ist, wie es ist, und wie von den Ergebnissen auf geeignete Anlageportfolios geschlossen werden kann.

Die Portfoliozusammenstellung besteht aus Asset-Allokation, also der Verteilung der Anlagen über Anlageklassen und aus der Titel- bzw. Wertpapierselektion sowie Wertpapiergewichtung. Die Portfoliozusammenstellung sollte individuell auf die Bedürfnisse von Anlegern abgestellt werden und die Aufsichtsbehörden sehen bei Robos einige Risiken in Bezug auf diese Individualisierung. Außerdem thematisieren die Behörden mögliche Vorteile von Algorithmen für die Lösung von Anlagethemen, besonders weil sie konsistente Lösungen bieten und aktuelle Marktdaten besser verarbeiten können. Aber es wird auch auf die Robo-Risiken Intransparenz, versteckte Kosten, falsche Algorithmen und Manipulationen hingewiesen.

Die Unsicherheit von Prognosen oder die Sensibilität von Algorithmen werden jedoch nicht thematisiert. So stimmen viele Wissenschaftler und Anlagepraktiker typischerweise darin überein, dass vor allem die Asset Allokation und Kosten die Anlageergebnisse bestimmen. Asset Allokationen werden bei Robos aber auch von vielen menschlichen Beratern mit Hilfe von Algorithmen bzw. mathematischen Modellen bestimmt. Man kann davon ausgehen, dass Robos vor allem Markowitz-Optimierungen oder daraus abgeleitete Modelle nutzen. Es werden zwar mehrere Anlagesegmente genutzt aber oft nur aus den Anlageklassen Aktien und Anleihen. In der Regel werden Prognosen zu Renditen, Risiken und Abhängigkeiten zwischen Anlagesegmenten benötigt. Prognosen werden oft vor allem Vergangenheitsdaten zugrunde

---

<sup>180</sup> Zu möglichen Vor- und Nachteilen von Robos gegenüber menschlichen Beratern siehe z.B. ESMA European Securities and Markets Authority et al.: Joint committee discussion paper on automation in financial advice, 5. Dezember 2015, S. 17/18 und 21-27

gelegt. Das führt z.B. dazu, dass Anleihen meist als sichere Anlagen gelten. Sogenannte defensive Portfolios setzen daher in großem Umfang auf Anleihen.

Einige „menschliche“ Berater hinterfragen diese Annahmen seit einiger Zeit. Es ist aber anzunehmen, dass menschliche Berater implizit oder explizit mit ähnlichen Modellen arbeiten wie Robos. Ähnliche Modelle und grundsätzliche Ausrichtungen von Prognosen können trotzdem zu sehr unterschiedlichen Allokationen führen<sup>181</sup>. Das größte Problem für Anleger ist daher die Input- und Modellabhängigkeit von Anlageempfehlungen sowohl von Beratern als auch von Robos.

Die Frage ist also nicht, ob Berater oder Robos bessere Portfolios zusammenstellen können, sondern welche Daten und Modelle bzw. Annahmen verwendet werden. Selbst wenn die Modelle von Robos voll transparent wären, wäre nicht viel erreicht. Denn um die Ergebnisse nachvollziehen zu können, müssten zu jedem Zeitpunkt alle Inputdaten offen gelegt werden. Robos liefern daher zwar vielleicht konsistente Ergebnisse, die aber auch konsistent falsch sein können. Damit ergibt sich die Forderung nach mehr Transparenz der Robos. Dokumentierte Erklärungen, warum was wann wie gemacht wird, reduzieren auch den Aufwand eines Beraters, der nicht immer dasselbe erklären muss.

Kommen wir zum zweiten Punkt der Portfoliozusammenstellung, der Wertpapierselektion. Diese wirkt sich vor allem auf die Kosten aus. Man kann feststellen, dass kostengünstige Anlagen meist bessere Anlageergebnisse bringen als teure Anlagen. Außerdem könne illiquide Anlagen die Flexibilität begrenzen und damit für Anleger, die auf Liquidität angewiesen sind, nachteilig sein. Umgewichtungen von Portfolios oder Rebalanzierungen kosten ebenfalls zunächst Geld. Umschichtungen, die regelmäßig häufiger als einmal pro Jahr erfolgen, haben sich in der Vergangenheit nicht unbedingt als vorteilhaft für Anleger erwiesen.<sup>182</sup>

In Bezug auf Kosten haben die meisten Robos, sofern sie auf kostengünstige ETFs bzw. Fonds und wenige Umschichtungen setzten, klare Vorteile gegenüber menschlichen Beratern. Zunächst muss ja die Beratung selbst bezahlt werden. Diese kann kostenlos erscheinen, wird dann aber durch Vertriebsprovisionen bzw. Rückvergütungen („Kickbacks“) von Produktanbietern bezahlt. Da Honorarberatung von Endkunden noch kaum akzeptiert wird, ist es nicht verwunderlich, wenn Berater oft Fonds mit hohen Provisionen anbieten. Insbesondere illiquide Investments sind oft attraktiv für Berater. Und es gibt Berater die Wertpapieranlagen umschichten, weil ihnen das zusätzliche Provisionen einbringt und mehr Trading auch mehr Beratung braucht.

Systemische Risiken, also dass Robos Marktkrisen durch gleichgerichtetes Handeln auslösen oder verstärken können, können dagegen ausgeschlossen werden, weil Robos noch so wenig Geld verwalten. Anleger haben aber vor allem Sorge, dass Robos in Marktkrisen nicht adäquat reagieren können. Ob Menschen oder Robos in Krisen besser für die Anleger handeln, ist unklar. Wenn man die Finanzkrisen der letzten Jahre analysiert wäre es oft besser gewesen, man hätte gar nicht gehandelt sondern seine jeweiligen Anlagestrategien, sofern diversifiziert, durchgehalten. Das können Robos wahrscheinlich besser als menschliche Berater.

---

<sup>181</sup> s. zum Beispiel Pseudo-Optimierer auf [www.diversifikator.com](http://www.diversifikator.com)

<sup>182</sup> s. Abschnitt „Rebalanzierungen“ auf [www.diversifikator.com](http://www.diversifikator.com) und dort erwähnte Quellen

Implementierung: Hier können Robos ihre volle Stärke ausspielen, sofern es um liquide Anlagen geht. Robos können aber nicht allen Anlegern immer alle ihre Fragen beantworten. Sie sollten aber in der Lage sein, möglichst viele dieser Fragen standardmäßig abzudecken. Aber warum Robo A besser als Berater B ist und ähnliche Fragen werden nur mit Hilfe menschlicher Berater beantwortet werden können.

Fazit: Das Risiko einer Fehlberatung besteht vor allem in einer unzureichenden Finanzplanung. Es ist aber anzunehmen, dass Nutzer mit geringen finanziellen Möglichkeiten normalerweise auch nur relativ einfache Finanzplanungen benötigen, die dementsprechend einfach automatisiert werden können. Ein weiteres erhebliches Risiko ist eine falsche Asset-Allokation. Aufsichtsbehörden übersehen in ihren Diskussionen über Algorithmen bzw. Modelle, dass diese äußerst anfällig auf kleine Änderungen reagieren können bzw. stark prognoseabhängig sind. Und Prognosen sind bekanntlich schwierig, besonders wenn sie die Zukunft betreffen. Menschliche Berater arbeiten allerdings ähnlich. Große Organisationen mit vielen Beratern, die auf einem einzigen Modell aufsetzen, sind daher systemisch kritischer zu betrachten als Robos.

Die (hybride) Kombination von Beratern mit für Anleger (und idealerweise auch für Aufseher und Verbraucherschützer) transparenten Robos scheint am erfolgversprechendsten für alle Parteien zu sein. Weil die individuelle Dateneingabe vom Kunden selbst übernommen werden kann und Analysen automatisiert unterstützt werden, sparen Berater Kosten und gewinnen Zeit für qualifizierte Beratung. Transparenz für Anleger sollte die Beratungsqualität weiter erhöhen. Das gilt allerdings nur, wenn die Transparenz mit dem Willen der Anleger einhergeht, sich über Geldanlagen selbst genau zu informieren. Menschliche Berater werden also nicht überflüssig werden.

Klar ist, dass sich persönliche Beratung auch für Anbieter lohnen muss. Menschliche Berater können auch bei vertriebsprovisionsbasierten Modellen an Anlegern mit geringen Anlagesummen nicht adäquat verdienen. Die Grenzkosten weiterer Anleger für Robo-Advisors sind jedoch sehr gering und die technischen bzw. Online-Informationsmöglichkeiten sind inzwischen sehr vielfältig bis hin zu voll automatisierten Chatbots. So können sich auch Anleger mit geringen finanziellen Mitteln, die einen Online-Zugang haben, adäquat informieren und kostengünstige und für sie passende Anlagemöglichkeiten online finden. Die technische Entwicklung sollte auch die Grenzen für bezahlbare persönliche Beratung senken. Das ist unabhängig davon, ob die persönliche Beratung direkt vom Anleger bezahlt oder indirekt über Provisionen von Produkthanbietern kompensiert wird.

Zur finanziellen Möglichkeit, für Beratung zu zahlen, muss jedoch auch der Wille kommen. Der Wille, adäquat für den Knowhow- und Zeiteinsatz von Beratern zu zahlen, ist in Deutschland – aber offenbar auch in UK – sehr beschränkt. Modelle, die eine vom Anlagevolumen abhängige Beratungs- bzw. Servicegebühr nutzen, scheinen für Anleger attraktiver zu sein und können das Risiko der falschen Produktselektion und des übermäßigen Tradings reduzieren.

## SCHWANKUNGEN SIND TOLERIERBAR, INTRANSPARENZ NICHT

Die Bestimmung von Risikotragfähigkeiten von Anlegern bzw. der „Geeignetheit“ von Portfolios sind wesentliche Bestandteile der Beratung von Anlegern und werden zunehmend



detaillierter reguliert. Dabei stehen Volatilitäten bzw. Schwankungen im Vordergrund. Früher war es für Anleger schwierig festzustellen, wie viel Risiko sie tragen können und welche Portfolios zu ihnen passen. Banken und freie Berater haben die Risikoeinschätzungen und Portfolioauswahl für die Anleger durchgeführt aber selten transparent gemacht. Das ändert auch die neue Regulierung nicht, die aber immerhin die Kosten für Anleger transparenter macht.

Aber seit einiger Zeit gibt es Online-Plattformen (auch als Robo-Advisors bekannt), die mit hoher Transparenz werben. Auf diesen können Anlageinteressenten selbst ihre Daten und Anlagepräferenzen eingeben. Danach erhalten sie Portfoliovorschläge, die ihrer Risikotragfähigkeit entsprechen sollen. Trotzdem ist für Anleger oft nicht transparent nachvollziehbar, warum welche Risikoprofile entstehen (siehe auch Michael Tertlit/Peter Scholz: To Advise, or Not to Advise — How Robo-Advisors Evaluate the Risk Preferences of Private Investors, Hamburg 2017). Es ist ihnen oft auch nicht klar, warum welche Anlageempfehlungen genau diesen Risikoprofilen entsprechen sollten. Das geht aber auch anders.

Als wir ([www.diversifikator.com](http://www.diversifikator.com)) Ende 2015 nach einem passenden Risikotool suchten, haben wir uns für das wissenschaftlich basierte Tool von Professor Weber von der Uni Mannheim entschieden (siehe [www.behavioral-finance.de](http://www.behavioral-finance.de)<sup>183</sup>). Von einer wissenschaftlichen Basis sollte man sich allerdings nicht blenden lassen. Fast alle Robo-Advisor werben mit irgendeiner wissenschaftlichen oder Nobelpreisträger-Basis. Das bedeutet aber nicht, dass ihr Vorgehen für Anleger nachvollziehbar ist.

Beim Tool von Professor Weber werden Anleger sehr anschaulich mit Verlusten und Verlustwahrscheinlichkeiten des deutschen Aktienmarktes konfrontiert. Außerdem arbeitet das Tool mit vielen Variationen, bevor man Ergebnisse bekommt. Dieses Vorgehen ist verhaltenswissenschaftlich begründet und sehr gut nachvollziehbar.

Andere Tools setzen nur auf Portfolioschwankungen (Volatilitäten) und oft auch nur auf solche der jüngsten Vergangenheit. Und in den letzten Jahren waren die Schwankungen an den Anlagemärkten recht gering. Den meisten Anlegern ist es aber wahrscheinlich sogar egal, ob hohe Schwankungen auftreten, solange ihre Kapitalanlagen an Wert gewinnen. Ihnen ist es auch egal, ob Verluste mit niedrigen Schwankungen einhergehen, denn die Verluste schmerzen mehr als die Schwankungen.

Inzwischen haben wir ein eigenes und mit sehr wenig Zeitaufwand nutzbares Risikoeinschätzungstool entwickelt, welches ohne Angaben von Anlagebetrag oder Anlagehorizont bzw. Risikotoleranz auskommt (siehe "Risikowahl" auf [www.diversifikator.com](http://www.diversifikator.com)). Unser Tool zeigt Anlegern Verluste und Renditen des Weltaktienmarktes in unterschiedlichen Perioden seit 2007. Damit ist die letzte große Aktienmarktkrise von 2007/2008 enthalten. Zusätzlich können Anleger die Verluste eines aus 50% Weltaktien und 50% „Cash“ bestehenden Portfolios analysieren. Anleihen haben in der Vergangenheit durch Zinssenkungen oft relativ stark an Wert gewonnen. Für die Zukunft werden aber von fast allen Profis Zinssteigerungen erwartet, die zu Wertverlusten bei Anleihen führen. Wir nutzen daher zinsloses „Cash“ für "Rückrechnungen" aber auch zur möglichen Reduktion künftiger Portfoliorisiken. Viele andere Tools verwenden die guten

---

<sup>183</sup> <https://www.behavioral-finance.de/blank>



Anleiherenditen der Vergangenheit und nicht alle berücksichtigen die starken Verlustjahre der letzten großen Finanzkrise.

In unseren Darstellungen kann man Wertverluste von circa 50% bei Aktien in 2008 feststellen und entsprechend auch 25% Verluste von Aktien/Cash Kombinationen. Allerdings gibt es seit 2007 keine 6 Jahresperiode, in denen Anleger insgesamt (kumuliert) nominal Geld verloren hätten. Früher gab es jedoch Perioden von über 10 Jahren mit Verlusten und in einzelnen Märkten wie Japan sogar noch viel länger. Um solche Analysen selbst durchzuführen, kann man die kostenlosen Tools auf [www.portfoliovisualizer.com](http://www.portfoliovisualizer.com) nutzen.

Unsere Erwartung ist daher, dass Anleger mit einem Anlagehorizont von mehr als 6 Jahren bei einem breiten Aktieninvestment künftig selten sehr schmerzhaft Verluste erleiden sollten. Zwischenzeitliche Schwankungen könnten bzw. sollten ihnen daher egal sein.

Bei einem Anlagehorizont unter sechs Jahren kann es nicht nur für Aktien sondern auch für Aktien/Cash Kombinationen mit hoher Wahrscheinlichkeit zu erheblichen Verlusten kommen. Anleger mit einem kürzeren Anlagehorizont müssen auch hohe Schwankungen tolerieren können. **Da Langfristanleger Schwankungen ignorieren können und Kurzfristanleger Schwankungen akzeptieren müssen, sind Schwankungsanalysen nicht sehr hilfreich für die Selektion des Risikoteils eines Portfolios.**

Allerdings werden Geldanlagen oft nach ihren Schwankungen in Risikoklassen eingeteilt. So beruht die Risikoangabe bei Publikumsfonds alleine auf Schwankungen der jeweils letzten fünf Jahre (Stichworte SRRI oder KIID oder KID-Risikoklassen). In Marktphasen mit geringen Volatilitäten weisen deshalb oft auch Fonds mit hohen Verlustrisiken relativ niedrige schwankungsbasierte Risikoklassen auf. Wir haben das für unsere Portfolios ausgerechnet. Aktienportfolios mit Verlustrisiken von ca. 50% in Aktienjahren wie 2008 haben aktuell Risikoklassen von 5 auf einer Skala von 1 bis 7. Aktien/Cash Portfolios mit Verlustrisiken von etwa 25% weisen aktuell Risikoklassen von 4 auf, die als relativ risikoarm gelten (siehe "Portfolio-Risiken" auf [www.diversifikator.com](http://www.diversifikator.com)).

Risikobeurteilungen von Portfolios auf Basis von tolerierbaren Verlusten halten wir für viel aussagekräftiger. Ganz unwissenschaftlich haben wir daher eine „Übersetzungstabelle“ entwickelt. Danach müssen Anleger bis zu einem Anlagehorizont von drei Jahren Portfolios mit der höchsten Risikoklasse tolerieren können, denn bei Anlagehorizonten von ein bis drei Jahren können sowohl reine Aktienanlagen aber auch 50/50 Mischungen von Aktien/Cash Schwankungen der Risikoklasse 7 aufweisen. Wenn man Portfolios mit geringeren Schwankungen bzw. Risikoklassen haben möchte, kann man die jeweiligen Portfolios mit noch mehr als 50% „Cash“ kombinieren. So weist der Renditeteil des Anlegers zwar weiter eine offizielle schwankungsbasierte Risikoklasse von 7 auf, hat aber z.B. nur noch 25% Anteil am Anlagevolumen, da 75% in „Cash“ angelegt werden.

Mit diesen einfachen Tools erhalten Interessenten die volle Transparenz darüber, wie ihre Risikotoleranz klassifiziert wird. Zusätzlich erhalten sie Transparenz über die Bestimmung der Risikoklassen von Anlageportfolios. Und das Ganze kann ohne Angabe persönlicher Daten vorgenommen werden, da Diversifikator einem „No Data“ Datenschutz-Ansatz verfolgt.

Hinzu kommt, dass die Anlageportfolios „most-passive“ nach einfachen Regeln, ohne Optimierungen und ohne klassische Algorithmen aber dafür mit detaillierten Dokumentationen erstellt werden und daher einfach nachzuvollziehen sind. Das gilt zwar auch für viele ETFs aber nur selten auch für Multi-Asset Portfolios aus ETFs. Ausserdem gibt es gerade im Bereich der nachhaltigen Anlagen bisher noch wenige derart transparente und einfach nachvollziehbare Anlageprodukte, die durch den "most-passive" Ansatz zudem auch sehr kostengünstig umgesetzt werden können.

Zusätzlich wird Anlegern eine ebenfalls transparente kriterienbasierte Portfolioselektion ermöglicht (siehe "Portfoliowahl" auf [www.diversifikator.com](http://www.diversifikator.com)).

## DEUTSCHER ROBO-VERGLEICH: INVESTMENTPHILOSOPHIEN UND VIELE WEITERE UNTERSCHIEDE

Inzwischen gibt es über ein Dutzend mehr oder weniger bekannte Robo-Advisors in Deutschland. Unter Robo-Advisors verstehe ich dabei Unternehmen, die online unter eigenem Namen (d.h. B-C, nicht B-B) anlegerabhängige (d.h. meist für unterschiedliche Risikoneigungen) diversifizierte Portfolios (d.h. kein Crowdfunding) für mittel- bis langfristig orientierte (d.h. keine Trading-, Handels oder Sparplattformen) Privatpersonen anbieten.

Bisherige deutsche Vergleiche solcher Plattformen nutzen vor allem die folgenden Kriterien:

- Nötige Mindestanlagen und Ziel-Anlegersegmente
- Sparplanfähigkeit
- Gebühren
- Bisherige Performance
- Regulierungsstatus

Internationale Vergleiche<sup>184</sup> nutzen weitere Kriterien wie

- Größe, gemessen in Assets under Management
- (Un-)Abhängigkeit von traditionellen Finanzdienstleistern
- Universalanbieter oder Altersvorsorgespezialisten
- Internationalität
- Online only oder zusätzlich persönliches Beratungsangebot

Es ist aber besonders wichtig zu verstehen, warum die Robo-Advisors welche Anlagevorschläge machen. Daher halte ich folgende Aspekte ebenfalls für interessante Unterscheidungsmerkmale:

- Generische oder Goals-Based Risikobestimmung
- Investmentphilosophie
- Portfoliodiversifikation (Anlagesegmente, Produkthanbieter, Titel)
- Sonderaspekte wie verantwortungsvolles Investieren

---

<sup>184</sup> s. z.B. Financial Technology Partners: Are Robos taking over? June 2016

- Risikomanagementansätze
- Funktions- bzw. Prozessschritttumfang
- Benutzerfreundlichkeit
- Transparenz

Vereinfachend kann man Folgendes feststellen:

1. Die Mindestanlageempfehlungen betragen von 0 bis EUR 100.000 (Liquid), meist aber nicht mehr als EUR 10.000 und liegen damit nennenswert unter den Mindestanlagevoraussetzungen von persönlichen Beratungen, die bei unabhängigen Beratern manchmal schon bei EUR 25.000 aber bei Banken oft erst ab EUR 250.000 starten. Bei Beratungskosten von 1% auf EUR 25.000 kann man aber nicht erwarten, dass man dafür mehr als 2 Stunden persönliche Beratung pro Jahr erhält. Die meisten Robo-Advisors gehen von Einmalanlagen aus, Sparpläne sind aber ebenfalls oft im Angebot<sup>185</sup>.
2. Die Gebühren reichen von 0,15% p.a. für relativ hohe Anlagesummen bis zu 1% p.a. für geringe Anlagesummen. Dabei sind allerdings weder ETF- bzw. Fonds- noch Implementierungskosten berücksichtigt, also Depotkosten und Handelskosten, die besonders für häufige Depotumschichtungen zu nennenswerten Mehrkosten führen können. Zumindest ein Anbieter (Ginmon) verlangt zusätzlich erfolgsabhängige Gebühren, die in Zeiten guter Marktentwicklungen relativ hoch ausfallen können, und ein Anbieter (Just ETF) verfolgt ein Abonnementmodell mit volumenunabhängigen monatlichen Gebühren. Eine Bank (Comdirect) nimmt keine zusätzlichen Gebühren. Das kann sich Comdirect wahrscheinlich gut leisten, da anscheinend überwiegend hauseigene Produkte bzw. Produkte mit Provision für die Bank genutzt werden.
3. Die Performance seit Auflage der Strategien ist nicht immer transparent dargestellt. Cashboard verspricht für kleine Anlagebeträge bis EUR 10.000 und über einem Jahr Laufzeit mindestens 2% Rendite, das ist aber nach eigenen Aussagen nur als Marketingaktion gedacht und sagt nichts über die wirklich erwarteten Renditen aus. Whitebox nennt Outperformanceerwartungen gegenüber nicht-Robos von mindestens 3,5% p.a., was schwer erreichbar erscheint. Die Portfolios der Robo-Advisors, die auf fixe Allokationen aus Aktien und Anleihen setzen, sollten relativ ähnlich performen. Je einfacher, regelbasierter und transparenter die Anlagestrategie ist, desto eher sollten Backtests und erste echte Anlageerfolge als Indikation für eine mögliche künftige Performance dienen können.
4. Die Anbieter unterscheiden sich nach dem Umfang ihrer Lizenzen bzw. des Regulierungsstatus. Am weitgehendsten sind die von den Banken. Whitebox und Scalable sind mit ihren Vermögensverwaltungslizenzen in der Lage, die Implementierung von Portfolios weitestgehend selbst zu übernehmen. Die meisten anderen Anbieter sind als vertraglich gebundene Vermittler organisiert und kooperieren dafür mehr oder weniger eng mit regulierten Partnern.
5. Etwa ein Drittel der deutschen Anbieter ist Bankabhängig und die meisten sind mit Venture Capital finanziert. Die Eigentümerstruktur der Venture Capital finanzierten Anbieter wird sich daher naturgemäß künftig ändern. Es ist zu erwarten, dass es auch nach dem Easyfolio-Verkauf an Hauck & Aufhäuser zu weiteren Verkäufen an traditionelle Anbieter kommen wird und auch zu der einen oder anderen Insolvenz.
6. Die meisten deutschen Anbieter sind sehr klein bezogen auf ihre Assets under Management. Der wohl derzeit größte Anbieter (Quirion) hat nach eigenen Aussagen

---

<sup>185</sup> Volumensangaben und Gebührenangaben s. [www.extra-funds.de](http://www.extra-funds.de)

Ende 2016 ca. EUR 50 Mio. Assets under Management und Scalable gut EUR 100 Mio.. Die Mitarbeiteranzahl der Robo-Advisors liegt im Maximum bei knapp unter 40 (Scalable), es finden sich aber auch Anbieter mit sehr wenigen Mitarbeitern. Bisher ist wahrscheinlich keiner der Anbieter profitabel.

7. Persönliche Beratung wird in Deutschland bisher nur von Quirion angeboten. Diversifikator verfolgt allerdings ein B-B Konzept, welches komplett auf Beraterkooperation ausgerichtet ist und andere Robo-Advisors haben angekündigt, dass sie mit Beratern kooperieren möchten.
8. Die ersten Anbieter, in diesem Fall vor allem aus Großbritannien heraus aber auch Scalable, bieten ihre Services inzwischen nicht nur in einem Land sondern international an.
9. Es werden nicht nur Einheits-Portfolios angeboten sondern meist mehrere von der individuellen Risikoneigung abhängige Portfolios. Die meisten Anbieter lassen ihre Anleger eine generelle Risikoneigung einschätzen. In den USA ist Goal-Based Investing verbreitet, wobei die Risikoneigung pro Sparziel festgelegt wird. In den USA gibt es auch online „Retirement“ Spezialisten. In Deutschland könnte sich Fairr dorthin entwickeln, bisher werden allerdings nur standardisierte Anlagemöglichkeiten angeboten.
10. Alle drei Arten von Investmentphilosophien sind vertreten. Man findet bei mindestens einem Anbieter eine diskretionäre, d.h. von Investment-Spezialisten abhängige Anlagephilosophie (Liquid). Alle anderen Anbieter scheinen voll oder weitgehend personenunabhängig und regelbasiert zu arbeiten. Die Hälfte dieser Anbieter nutzt Rendite- und/oder Risikoprognosen für Anlageempfehlungen, die andere Hälfte scheint ohne Prognosen auszukommen. Damit ist die systematisch-prognosefreie Anlagephilosophie wesentlich stärker vertreten als in der traditionellen (Offline-)Anlageberatung bzw. Vermögensverwaltung.
11. Die Anbieter unterscheiden sich auch in dem Grad der Diversifikation. Während alle Portfolios über mehrere hundert bzw. tausend Titel diversifiziert sind, werden nicht alle Anlagesegmente von allen Anbietern genutzt. Die Diversifikation geht von wenigen ETFs bis zu über 20 ETFs in einigen Portfolios. Ein Anbieter nutzt auch illiquide Anlagen (Liquid), ein Anbieter nutzt ganz überwiegend (Cashboard) oder teilweise (Visualvest, Comdirect) auch sogenannte aktive Fonds, vier Anbieter nutzen nur klassische Aktien- und Anleihen-ETFs. Die anderen Anbieter nutzen zum Teil auch Segmente wie Immobilienaktien/REIT-ETFs, Rohstoff-Future-ETFs oder Rohstoff-Aktien-ETFs etc., mit der größten derartigen Allokation/Diversifikation bei Diversifikator. Diversifikator ist zudem der einzige Anbieter, der keine negativ- bzw. niedrigverzinslichen Anleihen in die Portfolios aufnimmt.
12. Die meisten Robo-Advisors setzen vor allem auf eine mehr oder weniger breite Diversifikation zur Risikoreduktion. Fast alle sogenannten risikoarmen Portfolios zeichnen sich durch hohe Anleiheanteile aus (Ausnahme Diversifikator mit einem hohen Cash- statt Anleihe-Anteil), was zu guten Backtests führt aber indirekt auch bedeutet, dass man diesem Anlagesegment gute künftige risikoadjustierte Erträge erwartet. Die Portfolios werden mindestens einmal pro Jahr auf ihr Ursprungsgewicht rebalanziert. Statt einer zeitlichen Rebalanzierung nutzen einige Anbieter eine Bandbreiten-Rebalanzierung, d.h. wenn bestimmte Allokationen zu Anlagesegmenten über- oder unterschritten werden, werden die Allokation auf ihre Ausgangsgewichte zurückgeführt. Daneben gibt es dynamischere Risikomanagementkonzepte, die vor allem aus Risikoprognosen abgeleitet werden (siehe Scalable). Aktives Risikomanagement bzw. Rebalanzierungen führen zu Implementierungskosten, die besonders bei kleinen Portfolios kritisch analysiert werden sollten. In der wissenschaftlichen Literatur herrscht weitgehend Einigkeit darüber, dass aktives Risikomanagement für Langfristanleger zu niedrigeren Renditen führt, aber auch

Risiken reduzieren kann. Es herrscht aber keine Einigkeit darüber, welche Art von Risikomanagement funktioniert bzw. besonders gut funktioniert.

13. Verantwortungsvolle Portfolios werden aktuell nur von Visualvest (mit aktiven Fonds) und Diversifikator (mit ETFs) angeboten.
14. Kernfunktionen der Robo-Advisors sind die Risikoeinschätzungen von Anlegern, die Portfolioempfehlungen, die Portfolioimplementierungen in Depots sowie das Reporting. Andere Funktionen wie Konto- bzw. Depotaggregation, Finanzplanung, Portfoliotests und -simulationen, starke Portfolioindividualisierungen und aktives Risikomanagement von Portfolios werden derzeit nur selten angeboten.
15. Die Benutzerfreundlichkeit der Robo-Angebote erscheint überwiegend recht hoch, die Transparenz unterscheidet sich jedoch relativ stark. So kann nur in wenigen Fällen einfach und überzeugend nachvollzogen werden, wieso welches Portfolio für welchen Anlegertyp empfohlen wird, z.B. in Bezug auf genutzte Anlagesegmente und Begründungen für deren Gewichtungen bzw. Nicht-Nutzung.
16. Es gibt noch eine Reihe weiterer Aspekte, welche die Robo-Advisors voneinander und von traditionellen Beratern bzw. Verwaltern unterscheiden. So stellt Scalable sein Risikomanagement heraus, Liquid die Nutzung illiquider Investments und Diversifikator seinen No- bzw. Small Data Ansatz und seine most-passive Weltmarkt, ESG-, Islamic- und Alternatives-ETF Portfolios.

## DEUTSCHE ROBO-ADVISORS ADRESSIEREN DIE FALSCHEN ZIELKUNDEN

Es gibt mehrere potentielle Zielkundengruppen von Robo-Advisors: Erstens Kunden, denen wegen ihrer geringen Anlagevolumina keine persönliche Beratung durch traditionelle Berater angeboten wird. Im Idealfall bieten Robo-Advisors diesen Kunden grundsätzlich eine individualisierte Beratung an. Manche sprechen dabei von digitaler Demokratisierung bzw. der Schließung des „Advice Gap“ durch Robo-Advisors<sup>186</sup>.

Zweitens tendenziell etwas einkommensstärkere Zielkunden, denen zwar ein persönlicher Service durch traditionelle Berater offen steht, die aber keine persönliche Beratung haben wollen, sondern die sich lieber selbst beraten. Das sind überwiegend relativ junge Leute. Diese beiden Gruppen sind offenbar die beiden Hauptzielgruppen deutscher Robo-Advisors.

Die dritte potentielle Zielgruppe sind Bestandskunden traditioneller Berater, sei es von Bankberatern oder unabhängigen Beratern bzw. Vermögensverwaltern. Diese dritte Gruppe ist in Bezug auf ihre Anlagevolumina viel attraktiver als die erste Gruppe und wahrscheinlich auch attraktiver als die zweite Gruppe, denn Beratungskunden sind meist bereits älter und oft auch schon vermögend. Diese Beratungskunden sind zwar häufig grundsätzlich berater- bzw. bankkritisch, sie sind aber meist ziemlich zufrieden mit ihren persönlichen Beratern.

Das heißt aber nicht, dass Robo-Advisors keine Chance auf Geschäft mit vermögenden Kunden haben. Laut einer aktuellen Studie<sup>187</sup> sind in den USA sogar 80% der über 35jährigen immer noch fast 60% der über 55jährigen relativ erfahrenen und handelsaktiven Selbstentscheider dafür offen, Robo-Advisor Support zu nutzen. Über 40% der Befragten

---

<sup>186</sup> s. Prof. Tilmes von der European Business School in Cash Online vom 15.9.2016

<sup>187</sup> E\*TRade Financial Befragung Q 3 2016 Streetwise Report von über 900 amerikanischen Teilnehmern



dieser beiden Altersgruppen bevorzugen hybride Lösungen, die persönliche Beratung mit Online Unterstützung kombinieren. In einem anderen aktuellen Report heißt es: „Almost all observers believe that some form of hybrid model will predominate going forward“<sup>188</sup>.

Die bekanntesten bzw. größten US Robo-Anbieter mit hybriden Ansätze sind Future Advisor, SigFig, Betterment Institutional, Charles Schwab und Vanguard. Robo-Advisors, die explizit darauf ausgerichtet sind mit Beratern zu kooperieren, gibt es in Deutschland aber bis auf Diversifikator meines Wissens noch nicht.

Ob traditionelle Berater Robo-Advice als eine Wachstumschance sehen, ist unklar. In den USA sind die Erfahrungen von Beratern mit Robo-Unterstützung sehr positiv<sup>189</sup>. In Europa sieht das noch anders aus. In Großbritannien sehen sich nach einer nicht repräsentativen Befragung sogar 90% aller Berater eher durch Robo-Advice bedroht<sup>190</sup>.

Einige für vermögende Anleger wichtige Aufgaben können von Robo-Advisors zumindest heute aber noch nicht gut gelöst werden. Professor Tilmes von der European Business School führt z.B. auf: „komplexe und eher hochmargige Beratungsleistungen im Bereich der ganzheitlichen Finanzplanung (Financial Planning), der Vermögensnachfolgeplanung (Estate Planning), der Ruhestandsplanung, der Stiftungsplanung, des Private Real Estate Managements oder der Testamentsvollstreckung“<sup>191</sup>.

Professor Tilmes sagt auch: „Im Optimalfall können digitale Lösungen .... dazu genutzt werden, den Kunden besser und intensiver zu beraten und zu betreuen und ihn gleichzeitig .... zu einem noch aktiveren Teil der Dienstleistungserstellung werden zu lassen. Dies wäre dann das Beste aus zwei Welten und hätte gegenüber dem ein oder anderen Fintech-Angebot, bei dem der Kunde am Ende doch die Unterstützung und Hilfestellung eines Beraters vermisst, einen entscheidenden und schwer zu kopierenden Wettbewerbsvorteil voraus“<sup>192</sup>.

## VERMÖGENSVERWALTER: HOHE ETF-NUTZUNG UND VIEL INTERESSE AN ROBO-BERATUNG

Vermögensverwalter gelten als besonders treue Anhänger aktiver Fonds. Viele Vermögensverwalter sind selbst aktive Portfoliomanager und mit dem Vertrieb aktiver Fonds kann man ziemlich gut verdienen. Daher sind einige Ergebnisse der Studie „ETFs, Fonds, Robo-Advisory, Regulierung bei Vermögensverwaltern in Deutschland“ unseres Partners QAP Analytic Solutions (s. [www.qap-analytics.com](http://www.qap-analytics.com)) besonders interessant:

Bereits 86% der befragten Vermögensverwalter setzen ETFs ein (S. 4). 13% der Befragten nutzen ETFs sogar für mehr als 50% des verwalteten Vermögens und weitere 27% für mehr

---

<sup>188</sup> Finextra/EPAM, „The future of advisory, exploring the impact of robo on wealth management“ vom September 2016 Einleitung und S. 27

<sup>189</sup> siehe Beitrag vom 24.8.2016 auf [www.diversifikator.com](http://www.diversifikator.com): „Vermögensverwalter können mit „Robo-Support“ sehr stark wachsen“

<sup>190</sup> s. Finextra/EPAM S. 8: mit Verweis auf eine Studie von Panacea Adviser vom 15.7.2016

<sup>191</sup> s. Cash Online vom 15.9.2016

<sup>192</sup> s. Cash Online vom 15.9.2016



als 25% des Vermögens (S. 5/6). Und fast 60% aller Befragten wollen ihr ETF Allokation in den nächsten 12 Monaten erhöhen (S. 5).

Über 70% setzen ETFs wegen ihrer niedrigen direkten Kosten ein (S. 11). Was dagegen selten thematisiert wird: ETFs werden aber auch als wichtig für die Senkung der internen Kosten der Vermögensverwalter angesehen (S. 11).

Über 50% der Befragten nannten zudem bessere Asset-Allokationsmöglichkeiten (S. 7) als wichtigen Grund für den Einsatz von ETFs. Aus den Antworten wird aber nicht klar, ob ETFs aktive Fonds nur als Instrumente einer aktiven Asset Allokation ersetzen oder ob die Nutzung von ETFs zu einer insgesamt passiveren oder sogar aktiveren Asset Allokation führt. Auch Letzteres ist möglich, da Transaktionen mit ETFs schneller umgesetzt werden können als mit klassischen Fonds. So gibt es eine interessante Studie, die zeigt, dass Privatanleger offenbar so agieren („Abusing ETFs“ von Bhattacharya/ Loos/Meyer/Hackethal, July 2016).

Ich halte gutes aktives Allokations-Management für sehr schwierig. Es wird dauerhaft wohl nur wenigen Vermögensverwaltern gelingen, passive Anlagelösungen wie die von Robo-Advisors mit aktivem Assetmanagement outzuperformen (zur aktuellen Performance von Robo-Advisors siehe z.B. [www.brokervergleich.de](http://www.brokervergleich.de) und – „in eigener Sache“ - [www.diversifikator.com](http://www.diversifikator.com)).

Vermögensverwalter können aber selbst zusätzlich Robo-Advisory anbieten. Schließlich sind sie an internen Kostensenkungen interessiert und sehen als größte Herausforderung auf der Vertriebsseite die Online-Erreichbarkeit von Kunden (S. 21). Dementsprechend wird eine Online Vermögensverwaltung bereits von fast der Hälfte der befragten Vermögensverwalter angeboten oder zumindest geplant (S. 21).

Ein solches Robo-Beratungs- bzw. Verwaltungsangebot kann dazu führen, Bestandskunden effizienter zu bedienen und/oder mehr Kunden zu akquirieren. Verwalter können sich so stärker auf die nur schwer zu automatisierende Finanzplanung für Anleger konzentrieren anstatt auf das - zumindest sofern es "passiv" ist - einfach zu automatisierende Portfoliomanagement. Durch zunehmende Automatisierung kann "passives" Management daher Auftrieb erhalten. Und durch mehr und schnellere automatisierte Informationen für den Anleger kann die Beratungsqualität verbessert und gleichzeitig können Kosten reduziert werden.

Auch der Beitrag zu Sparplänen von Christian Schuster von QAP ist lesenswert („Attraktive Sparpläne für Anleger und deren Berater“, S. 34-38; dazu siehe auch <http://prof-soehnholz.com/institutioneller-sparplan-leiden-des-fondsverkaeufers/>).

Was manchmal übersehen wird: Auch für Family Offices sind ETFs sehr wichtig (S. 30 der QAP-Studie; siehe auch interessanter Gastbeitrag von J. Christian Stadelmann: „Der Einsatz von Exchange Traded funds (ETFs) aus Single Family Office Perspektive“, S. 31-33). Das Thema Family Office und Robo-Advice wird in der Studie jedoch nicht adressiert (dazu siehe z.B. <http://prof-soehnholz.com/robo-advisor-fuer-family-offices/>).

## WIE ROBO-ADVISORS UND BANKEN KOOPERIEREN KÖNNEN (HYBRID-MODELLE)

### **Reine Online- aber auch reine Offline-Modelle werden es in Deutschland schwer haben**

Fintech und Robo-Advisors sind modern. Man muss kein Prophet sein um vorherzusagen, dass die Online-Nutzung auch für Geldanlagen zunehmen wird. Das weitestgehende Online-Modell ist das sogenannte Robo-Investing. Dabei ist alles automatisiert und „Offline“ Beratung findet nicht mehr statt. Ob sich das reine Online-Modell durchsetzen wird, ist aber fraglich.

Um zu verstehen, was funktioniert und was nicht funktioniert, analysiert man üblicherweise die Entwicklung in den USA. Die inzwischen bei Profis auch in Deutschland bekannten unabhängigen „Robo-Advisor“ Wealthfront und Betterment können noch nicht profitabel sein. Sie haben jeweils über 100 Mitarbeiter und geben viel Geld für die Kundenakquise aus. Das bedeutet wesentlich höhere Kosten, als sie aus ihren inzwischen ca. 5 Milliarden verwalteten Kapitalanlagen an Gebühren einnehmen<sup>193</sup>. Selbst in den sehr online-affinen USA gehen Experten davon aus, dass die meisten Anleger auch künftig den Rat von professionellen Beratern suchen werden. Das soll insbesondere für finanziell attraktive Anleger mit größeren Anlagesummen gelten. So wird schon von Robo-Shakeout bzw. „Robo death“ in Bezug auf die reinen Online-Anbieter gesprochen.

Anleger mit kleinen Anlagebeträgen („Kleinanleger“) können oder wollen dagegen die Gebühren für professionelle offline Beratungen nicht tragen. In Großbritannien hat das auch die Finanzaufsicht (Financial Conduct Authority) erkannt und empfiehlt die Nutzung von Robo-Advice für Kleinanleger. Aber auch Kleinanleger haben Fragen zu Geldanlagen und zwar vor allem dann, wenn die Märkte nicht so gut laufen. Für solche Anleger bietet es sich an, mit einem Social Media-Ansatz auf den Austausch mit anderen Anlegern zu setzen. Das kann weitestgehend automatisiert werden, sollte aber auch moderiert werden.

Social Media „Beratung“ statt Beratung durch Profis kann für Trading-Ideen auch in Deutschland wohl ganz gut funktionieren, wie das Beispiel von Wikifolio zeigt. Für die seriöse mittel- bis langfristige Geldanlage breiter Bevölkerungsschichten kenne ich aber noch kein erfolgsversprechendes Modell, welches dauerhaft – und vor allem in Krisenzeiten – ohne professionelle Berater auskommt. Hinzu kommt, dass ein Robo-Advice Angebot für Retailanleger diese Retailanleger erst einmal erreichen muss. Dazu sind erhebliche Marketingaufwendungen erforderlich. Am ehesten erwarte ich, dass Banken mit einem großem bestehenden Retailgeschäft ihren Kleinanlegern Robo-Advice schmackhaft machen wollen, um Kosten zu senken ohne die Kunden ganz zu verlieren.

Der Gegenpol zu vollautomatisiertem Robo-Advice sind Kunden und Berater, die gar keine Online-Unterstützung nutzen. Das halte ich für ein Auslaufmodell. Für die attraktiveren vermögendere und damit auch komplexeren Anleger wird wohl weiterhin eine persönliche Beratung erforderlich sein. Doch auch diese Anleger sind inzwischen in fast allen Altersgruppen sehr online-affin. Sie möchten sich online informieren und Transaktionen

---

<sup>193</sup> Unter [www.credio.com](http://www.credio.com) findet man detaillierte Informationen zu 20 Automated Investment Advisors

möglichst einfach zu beliebigen Zeiten ausführen. Reine Offline-Angebote dürften für die meisten dieser Anleger dauerhaft nicht ausreichend sein.

Große deutsche Anbieter haben schon reagiert. So hat die Deutsche Bank Maxblue und ihren Anlagefinder, die Commerzbank ist mit Comdirect aktiv und die Union-Investment mit Visualvest. Die Sparkassen scheinen mit 1822 direkt und dem S-Broker noch etwas hinterher zu hinken, doch die zur Bayerischen Landesbank gehörende DKB ist online ziemlich aktiv. Allerdings sind das eher parallel zu den Offline-Angeboten geführte Einheiten und nicht-börsennotierte Privatbanken haben sich bis auf wenige Ausnahmen wie Quirin oder die Sutor-Bank aber noch kaum dazu geäußert, wie sie mit dem Thema umgehen wollen.

## **Die Zukunft gehört hybriden Modellen**

Sogenannte hybride Modelle, die Online und Offline kombinieren indem denselben Kunden beide Zugangswege angeboten werden, sind wohl am erfolgsversprechendsten. Hybride Modelle umfassen damit den online und beraterbezogenen „Bi-Channel“ Zugang zu identischen Angeboten. In den USA gibt es gute Beispiele dafür, z.B. Betterment Institutional und neuerdings vor allem Vanguard Personal Advisor Services und Schwab Intelligent Portfolios.

Die Angebote von Betterment Institutional, Jemstep und Future Advisor werden auch als B-B (Business to Business) Modelle bezeichnet, da die online Beraterunterstützung bei ihnen im Vordergrund steht. So wirbt Schwab mit „Schwab investment professionals available 24/7“ für seinen Service. Bei Betterment heißt es: „Betterment Institutional is an advisor-branded digital investment technology that automates the operational side of your business and lets you do what you do best – advise clients.“ Vanguard schreibt: „We’ve reinvented financial advice to help you earn more and pay less by combining the personal attention of an advisor with powerful technology.“ Bei Future Advisor heißt es „Our licensed advisors and service specialists are ready to help you understand what’s going on in your portfolio“ und Jemstep wirbt so: „Jemstep is transforming the way advisors run their businesses through an automated client engagement, onboarding and service platform.“<sup>194</sup>.

Ein deutsches Beispiel für ein solche Angebot mit Online-Basis und Beratungsunterstützung ist die Quirin Bank mit Quirion: Gegen Bezahlung wird eine zusätzliche telefonische Beratung angeboten. Und mehrere sogenannte Maklerpools bzw. Haftungsdächer bezeichnen sich inzwischen sogar selbst schon als Fintechs und werden auch in Bezug auf die Automatisierung von Geldanlage-Angeboten aktiver. Diese Services werden angeschlossenen freien Beratern und Vermögensverwaltern angeboten. Inwieweit sie schon angenommen werden, ist mir nicht bekannt. Es gibt aber erste öffentliche Bekenntnisse unabhängiger traditioneller Anbieter zu Robo-Advice. So hat die Vermögensverwaltung KSW Anfang April bekannt gegeben, dass sie mit einem Robo-Advisor kooperieren wird.

Aber von deutschen Banken, Versicherungen oder Assetmanagern, die über eigene Vertriebe oder den Zugang zu großen Fremdvertrieben verfügen, hört man noch nicht viel in Bezug auf die Automatisierung von Geldanlagen, z.B. das Angebot einer Robo-Unterstützung für fondsgebundene Lebensversicherungen.

---

<sup>194</sup> alles Zitate der jeweiligen Webseiten vom 15.4.2016

## Nicht alle Prozessschritte sind gut automatisierter

Die Frage ist nicht ob, sondern wie Online- und Offline-Angebote am besten kombiniert werden und für wen das in Deutschland besonders interessant sein wird.

Um diese Frage zu beantworten, analysiert man am besten die wesentlichen Anlageprozessschritte:

- Generelle Informationsphase/Anbietervergleich
- Analyse der persönlichen finanziellen Lage und der Anlagebedürfnisse
- Bestimmung der individuellen Risikotragfähigkeit
- Selektion von Portfolios unter Berücksichtigung von bestehenden Anlagen
- Depotbankselektion und Umsetzung im Depot
- Monitoring: Abgleich der Anlagen mit den Anlagezielen und der Risikobereitschaft und
- Umschichtungen

**Schritt 1:** Anleger informieren sich künftig zunächst online ohne Berater

**Schritt 2:** Die persönliche finanzielle Lage und die Anlagebedürfnisse werden vom Anleger zunächst online ohne Berater aber dann im Abgleich mit Beratern ggf. unter Berücksichtigung von versicherungs-, steuerlichen und Familien- bzw. Erbschaftsthemen vorgenommen: Dieser Schritt ist nur unzureichend automatisierbar

**Schritt 3:** Die Bestimmung der individuellen Risikotragfähigkeit erfolgt ebenfalls zunächst online ohne Berater, sollte dann aber im Gespräch mit einem Berater überprüft werden, weil eine gute Einschätzung schwierig ist.

**Schritt 4:** Die Portfolioselektion selbst kann ebenfalls gut online erfolgen, aber für die Berücksichtigung bestehender Anlagen und zur Rückversicherung, welche Vor- und Nachteile die gewählten Portfolios haben, werden Berater genutzt.

**Schritt 5:** Die Depotbankselektion und inzwischen auch die Depoteröffnung können online erfolgen. Zumindest bei großen und komplexen Vermögen werden sie aber vorzugsweise delegiert und durch Berater durchgeführt.

**Schritt 6:** Die Berichterstattung erfolgt online aber die individuelle Analyse vorzugsweise in Diskussion mit Beratern.

Interessenten für Geldanlage werden sich zunächst überwiegend online informieren und zumindest bei relativ einfachen Anlagen auch überwiegend online implementieren. Da Geldanlagen sehr komplex sein können, wollen sie aber eine Diskussion über bzw. eine Bestätigung ihrer Anlageideen und am liebsten auch Hilfe bei der Umsetzung der Ideen haben. Diese Hilfe können sie von anderen Anlegern („Peers“) erhalten. Sie wollen Hilfe aber wohl am ehesten von Profis bekommen, also erfahrenen Beratern, zumindest solange die Beratung „bezahlbar“ ist. Profis können Bankberater oder auch andere Berater sein.

Es kann aber sein, dass diese Beratung künftig anders organisiert sein wird als heute. McKinsey geht in einer Studie davon aus, dass eine solche Beratung in großem Stil über Call-Center erfolgen wird<sup>195</sup>. Aber ich bin skeptisch, ob die Telefonberatung durch „Unbekannte“ in Deutschland gut funktionieren wird. Dazu muss das entsprechende Call-Center schon

---

<sup>195</sup> McKinsey: The Virtual Financial Advisor: Delivering Personalized Advice in the Digital Age, June 2015

außerordentlich gut sein. In Deutschland wird daher künftig die online-unterstützte Beratung durch traditionelle Berater vorherrschend sein.

### **Wie kann ein hybrides Modell profitabel umgesetzt werden?**

In den oben genannten hybriden Beispielen aus den USA sind keine klassischen Banken vertreten: Betterment ist ein Robo-Advisor mit sehr hoher Venture Capital Finanzierung, so etwas gibt es hierzulande nicht. Vanguard ist ein riesiger Asset-Manager mit sehr niedrigen Gebühren und auch Blackrock und Invesco sind sehr große Fondsmanagementgesellschaften. Charles Schwab ist ebenfalls ein sehr großer Finanzdienstleister mit umfassenden eigenen Produktangeboten und auch kein Unternehmen, was gut als direktes Vorbild für deutsche Banken oder Beraterorganisationen dienen kann.

In den USA scheinen Vanguard und Charles Schwab mit ihren hybriden Ansätzen besonders erfolgreich zu sein, zumindest wenn man die bisher schon gemanagten Vermögen über Intelligent Portfolios bzw. Personal Advisor Services als Indikator für Erfolg ansieht. Die Anlagevolumina scheinen aber vor allem von Bestandskunden dieser beiden Anbieter zu kommen und führen damit zunächst zu Margenreduktionen, da die neuen Services günstiger angeboten werden als die alten. Ob die zusätzlichen Anlagevermögen, die von beiden Anbietern in kurzer Zeit mit erheblichem Marketingaufwand akquiriert wurden, schon profitabel sind, ist fraglich. Aber bei US Marktbeobachtern besteht Einigkeit darüber, dass diese beiden Anbieter mit ihren hybriden Angebotsmodellen sehr erfolgreich sein werden.

Blackrock und Invesco, die weiteren oben genannten US Beispiele, werden vermutlich – ebenso wie Vanguard und Schwab – vor allem eigene Portfolios online anbieten und so durch ihren großen Marktzugang schnell profitabel werden können.

Konzeptionell gibt es mehrere Möglichkeiten, sein Geschäft auszubauen: Mehr Geschäft mit Bestandskunden, z.B. über neue (online) Vertriebswege, Services oder Produkte oder mehr Geschäft mit Neukunden durch Vermarktung bestehender oder neuer Produkte bzw. Services auf bestehenden oder über neue Vertriebswege.

### **Online-Angebote sollten vor allem auf neue Produkte für Bestandskunden setzen**

Nach einer bekannten Marketingregel ist es effizienter, das Geschäft mit Bestandskunden auszubauen anstatt Neukunden zu akquirieren. Bestandskunden bestehende Produkte online anzubieten führt direkt zu Margenverlusten, da Online-Angebote günstiger sein werden als Offline-Angebote. Das erfolgreichste Modell könnte also darin bestehen, Bestandskunden weitere bzw. neue Produkte und zusätzliche vom Kunden zu bezahlenden Services anzubieten. Ein Risiko besteht allerdings darin, dass man mit den neuen Produkten bzw. Services bestehende eigene Offline-Angebote verdrängt (sogenannte Kannibalisierung). Das Risiko, Kunden ohne attraktive Online-Angebote bzw. zusätzliche Online-Unterstützung ganz zu verlieren scheint aber höher zu sein als das Kannibalisierungsrisiko.

Neuen Kunden neue Produkte anzubieten ist attraktiv, wenn der Marketingaufwand durch zusätzliche Erträge kompensiert wird. Wenn man gute neue Produkte hat, eine gute online Unterstützung anbietet und zusätzlich über Berater und einen gutem Ruf verfügt, kann das finanziell sehr attraktiv werden. Diese Voraussetzungen dürften aber nur selten alle zusammenkommen.



Traditionelle Privatbanken, Vermögensverwalter, Assetmanager und Versicherungen haben ein besonderes „Problem“ mit Online-Angeboten: Sie setzen offline bisher vor allem auf provisionsträchtige und damit teure „aktiv“ gemanagte Fonds und vergleichbare Produkte. Fast alle erfolgreichen Online-Angebote verlangen jedoch vom Kunden direkt bezahlte Service-Gebühren und setzen ganz überwiegend passive und vertriebsprovisionslose ETFs ein. Traditionelle Anbieter haben damit oft gar keine Produkte im Angebot, die sie gut online anbieten können und/oder kein Preismodell, das zu Online-Angeboten passt und sie müssen daher online auf neue Produktangebote setzen.

Um dem Vorbild von Robo-Advisors zu folgen, müssten online zudem mehrere Tools angeboten werden, nämlich

- Tools für die generelle Informationsphase bzw. den Anbietervergleich. Letzteres dürfte für traditionelle Anbieter nicht in Frage kommen, denn man möchte Anleger ja nicht auf Wettbewerber hinweisen.
- Tools zur Analyse der persönlichen finanziellen Lage und der Anlagebedürfnisse: Solche Tools sind bei vielen Anbietern schon vorhanden oder können zugekauft werden.
- Das unter 2) gesagt gilt auch für Tools zur Bestimmung der individuellen Risikotragfähigkeit
- Schwierig wird es bei der Selektion von Portfolios unter Berücksichtigung von bestehenden Anlagen. Robo-Advice beruht darauf, dass Portfolios abhängig von klaren transparenten Regeln zusammengestellt werden. Traditionelle Anbieter setzen bei der Asset-Allokation dagegen vor allem auf Meinungen von Analysten bzw. Managern oder intransparente quantitative Modelle. Und bestehende Produktangebote von traditionellen Anbietern lassen sich oft kaum in ein für Anleger überzeugendes Regelwerk einbauen. Mit Ausnahme von Anbietern eines breiten ETF-Spektrums sind für andere Robo-Konkurrenz-Angebote voraussichtlich neue Produktangebote nötig.
- Depotselektion und Umsetzung im Depot: Banken arbeiten gerne mit eigenen Depots und andere Berater haben meist präferierten Bankpartner. Diese werden regelbasiert nicht immer die besten sein. Allerdings kann man sich bei diesem Schritt so behelfen, dass für die aus Schritt 4 resultierenden Portfolios besonders attraktiv in den präferierten Depots umgesetzt werden oder ein besonders gutes Monitoring dieser Portfolios angeboten wird und Anleger so beim vom Anbieter präferierten Depot bleiben. Um das Monitoring von Portfolios gut separieren zu können, kann es erforderlich sein, dass die Möglichkeit zur Unterdepotführung besteht.
- Monitoring-Tools zum Abgleich der Anlagen mit den Anlagezielen und der Risikobereitschaft und Umschichtungs-Tools: Die Überwachung bzw. Begleitung sollte bei der Bank bzw. dem Berater verbleiben um immer wieder Anknüpfungspunkte mit dem Anleger zu haben.

### **Kooperationen mit einem flexiblen Robo-Berater sind für die meisten Anbieter am erfolgversprechendsten**

Als nächstes stellt sich die Frage nach Kooperationen oder eigenständigen Entwicklungen neuer Produkte und Tools: Kann bzw. soll man sich mit einem existierenden Robo-Advisor kooperieren oder einen eigenen Robo-Advisor entwickeln bzw. kaufen?



In den USA gibt es Beispiele für Käufe von (B-B) Robo-Advisors wie Future Advisor durch Blackrock, Jemstep durch Invesco und Learnvest<sup>196</sup> durch Northwestern Mutual.

Schon jetzt oder in naher Zukunft werden wahrscheinlich einige deutsche Robo-Berater (allerdings nur B-C Ansätze verfügbar) relativ günstig zu kaufen sein, weil sie feststellen müssen, dass ihnen die Kundenakquise nicht erfolgreich gelingen wird.

Eine Alternative zum Kauf ist eine Eigenentwicklung. Bei der Eigenentwicklung muss man nicht alles selbst programmieren – gute Programmierer sind ja schwierig zu bekommen – sondern kann inzwischen sogar einzelne Robo-Module am Markt einkaufen. Das geht sogar so weit, dass es schon White-Label Anbieter von Robo-Beratern gibt. Das bedeutet, dass z.B. eine Bank eine Robo-Plattform kopieren kann und die Services dann unter ihrem Namen anbieten kann.

Beim Kauf aber noch mehr bei einer Kooperation ist es wichtig, dass man einen Robo-Advisor (bzw. Robo-Module) findet, der zu einem passt. Nach einem Kauf kann man einen Robo-Advisor zumindest verändern, das ist in einer Kooperation schwierig. „Passend“ kann der Fall sein, wenn der Robo-Advisor die gleiche Anlagephilosophie hat wie der etablierte Anbieter. Das ist aber unwahrscheinlich, weil Robo-Advisor meist vollkommen regelbasiert arbeiten, was für die meisten Vermögensverwaltungen, die ja sehr oft die Rolle von einzelnen Personen und Teams betonen, nicht gilt. Man kann aber auch eine andere Anlagephilosophie online und zusätzlich zu den Bestandsportfolios anbieten und so auch das Kannibalisierungsrisiko senken.

Beim Kooperationsmodell treten unter anderem folgende Probleme bzw. Fragen auf:

- 1) Ist der Anlage- bzw. Risikomanagementprozess des Robo-Advisors kompatibel mit der eigenen Philosophie? Die meisten Robo-Advisor bieten einfache Markowitz-Optimierungen an und setzen diese mit günstigen ETFs um. Die Optimierungen basieren auf Prognosen, die nicht unbedingt mit den Prognosen der etablierten Anbieter übereinstimmen. Und wie verteidigt man seine bisherigen meist aktiven oder komplexen quantitativen Modelle gegen Abflüsse zum Robo-Advisor, der zumindest billiger ist als die hauseigenen Produkte?
- 2) Will man, dass die beim Robo verwalteten Gelder in Depots landen, über die man keine Kontrolle hat oder möchte man die Gelder lieber in den eigenen Depots verwalten?
- 3) Möchte man dem Robo-Advisor die Daten seiner Kunden überlassen und falls ja, wie stellt man sicher, dass diese Kunden nicht für andere Zwecke von dem Robo-Advisor angesprochen werden?
- 4) Bezüglich White-Labeling Ansätzen: Braucht man alle vom Robo-Advisor angebotenen Tools- bzw. Module? Finanzanalyse und Finanzplanung oder Risikobestimmungstools gibt es bei vielen etablierten Anbietern schon und etliche dieser Tools sind besser in der Berücksichtigung kundenindividueller Aspekte als die meist einfachen Robo-Tools.
- 5) Wie kann man mit einem Kooperations-Modell Geld verdienen? Typischerweise verlangen Robo-Advisor relativ geringe Gebühren. Dafür bieten sie auch allenfalls sehr stark standardisierte Online-Portfolios an. Als „Offline“-Berater kann man versuchen, von seinen Kunden eine Betreuungsgebühr zu verlangen, wenn man sie bei der Nutzung des Robo-Beraters unterstützt. Wenn der Kunde aber weiß, dass er die gleichen Produkte beim

---

<sup>196</sup> „A dedicated financial planner, available to you 24/7 via email“, Webseite vom 16.4.2016

Robo-Berater ohne diese zusätzliche Betreuungsgebühr kaufen kann, könnte das aus Beratersicht kritisch sein.

### **Berater werden sich stärker auf Finanzplanung und Monitoring konzentrieren**

Auch in Deutschland werden es traditionelle Berater und Vermögensverwalter schwer haben, die Performance von Robo-Advisor-Angeboten zu schlagen, denn die Robo-Advisor nutzen überwiegend kostengünstige ETFs und verlangen relativ niedrige Beratungsgebühren. Und bekanntermaßen sind günstige Gebühren eine gute Voraussetzung, um bei Renditevergleichen gut abzuschneiden. Nachteilig bei der Vermarktung ist aber der kurze Track Record von Robo-Advisors. Durch die Nutzung passiver etablierter ETFs und durch teils einfache Asset Allokationen sowie komplette und transparente Regelbasierung kann dieser Nachteil aber teilweise kompensiert werden.

Von zahlreichen Investment Beratern (RIA bzw. regulated investment advisors) in den USA wird aufgrund von zunehmender Konkurrenz durch Online-Angebote erwartet, dass sie sich auf ihre Kernkompetenzen konzentrieren, insbesondere die Finanzplanung, und sich aus dem Portfoliomanagement zurückziehen. In der Pressemitteilung des deutschen Vermögensverwalters KSW, der im April 2016 eine Kooperation mit einem Robo-Advisor angekündigt hat, liest man Folgendes: „Wir verstehen uns als Finanzplaner, der dem Kunden hilft seine Anlageziele zu verwirklichen. Wenn wir dies mit der von uns angebotenen Vermögensverwaltung nicht allein abdecken können, öffnen wir uns im Interesse des Kunden neuen Angeboten. Wir sehen die automatisierte Portfolioverwaltung daher nicht als Konkurrenz, sondern als Ergänzung zu unserem Dienstleistungsangebot“.<sup>197</sup>

Die Finanzplanung ist der persönlichste, komplexeste und daher am schwierigsten automatisierbare Teil des Prozesses. Es ist daher nachvollziehbar, wenn sich auch deutsche traditionelle „Offline“-Berater künftig auf diesen Teil des Prozesses konzentrieren werden und andere Teile des Prozesses aus Effizienzgründen automatisiert oder sogar ausgelagert werden.

### **Servicegebühren statt Provisionen oder Stundensätze**

Die Frage ist, wie und wie viel Geld so noch verdient werden kann. Provisionen von Produktanbietern werden künftig in Deutschland zwar nicht so schnell verboten, Kunden werden diese aber zunehmend kritisch sehen. Beratungsstunden wollen diese Kunden aber auch nicht gerne direkt bezahlen. Der Endkunde wird künftig daher am ehesten bereit sein, eine laufende Servicegebühr direkt an den Vermögensverwalter zu zahlen. Aber ob er aber reinen Finanzplanern eine volumensabhängige Gebühr zahlen wird, bleibt abzuwarten. Eine solche Gebühr wird für eine Berater/Robo-Kombination eher durchsetzbar sein. Auch das spricht für Kooperationen und hybride Angebote.

Kunden mit geringen Anlagevolumina können so aber auch so nicht sofort profitabel bedient werden. Bei diesen typischerweise wenig komplexen Kunden wird man versuchen, auch die Finanzplanungsfunktion online mit anzubieten. Für die Betreuung „kleiner“ Anleger bietet sich auch das von McKinsey propagierte Modell der Call-Center Unterstützung an. Call-Center können aber auch für die Betreuung von größeren Kunden genutzt werden, um zeitliche Beratungslücken der Offline-Berater abzudecken, z.B. Wochenenden, nächtliche Zeiten oder Urlaubszeiten.

---

<sup>197</sup> Udo Schindler von KSW in der Presseerklärung vom 11.4.2016

Es ist zu erwarten, dass vor allem Banken und Vermögensverwalter ohne große Filialnetze offen für Kooperationen sein werden. Banken mit großen Filialnetzen werden wahrscheinlich eher auf eigene Robo-Angebote setzen. Asset Manager und Versicherungen, die ihre Vertriebe ebenfalls online bei dem Verkauf von Anlageprodukten unterstützen könnten, scheinen derzeit noch wenig an solchen Diskussionen interessiert zu sein.

## DER ERSTE DEUTSCHE B-B ROBO-ADVISOR

Diversifikator bietet online unterstützte ETF-Portfolios (B-B) und White- oder Private Label Robo-Advisor-Module an. Zielgruppe sind Vermögens- und Anlageberater bzw. Verwalter in und außerhalb von Banken.

Auf [www.diversifikator.com](http://www.diversifikator.com) sollen Anleger und Berater die gleichen Informationen und Analysetools wie Portfoliomanager erhalten. Dort stellt Diversifikator innovative Tools für Anleger und Berater zum "Test-It-Yourself" bereit, unter anderem einen Pseudo-Optimierer nach dem Markowitz-Prinzip. Mit einem Small-Data Ansatz wird bewusst auf Daten von Anlegern verzichtet.

Für die Nutzung der Musterportfolios zu Investmentzwecken wird eine Servicegebühr von 1% p.a. erhoben, allerdings nicht für die kostenlosen „risikofreien“ Anlagen. Der größte Teil der Gebühren geht an kooperierende Berater/Banken. Selbstbedienung ist möglich, kostet jedoch genauso viel. Defensive Portfolios sind damit trotzdem sogar inklusive offline Beratung günstiger als Angebote vieler anderer Robo-Berater. Diversifikator verlangt keine Mindestanlagesummen.

Diversifikator sieht sich als Online Portfolio Strategie. Die optimierungsfreien (robusten) Weltmarktportfolios bilden die aggregierte Allokation von allen Kapitalanlegern weltweit über alle Anlageklassen mit liquiden ETFs nach. Damit ist auch die Asset-Allokation passiv. Das Weltmarktportfolio hat einen hohen Anteil an Immobilien-, Infrastruktur-, Rohstoff- und Private Equity-ETFs. Nur Anleihen, die eine geringere Rendite als die aktuelle Inflation haben, werden weggelassen.

Das Weltmarktportfolio mit 19 ETFs ist für große und das mit 7 ETFs für kleine Anlagesummen gedacht. Außerdem gibt es seit dem Start zu Anfang 2016 ein Portfolio mit 5 ETFs, die alle den MSCI-Kriterien für ESG-Anlagen entsprechen. ESG steht für Environment-, Social- und Governancekriterien. Das ist das am stärksten diversifizierte ESG-Portfolio am deutschen Markt. Weitere Portfolios, auch solche mit Risikosteuerung, sind geplant.

Die Anpassung der Portfolios an Risikopräferenzen von Anlegern erfolgt in der Kombination der Portfolios mit Geldmarktanlagen. Alle Portfolioregeln und Positionen werden komplett offen gelegt.

Prof. Dr. Dirk Söhnholz ist alleiniger Geschäftsführer und über die Söhnholz Advisors GmbH auch alleiniger Anteilseigner der Diversifikator GmbH. Diversifikator arbeitet eng mit der QAP Analytic Solutions GmbH aus Limburg zusammen. QAP berät Diversifikator bei quantitativen Analysen, der ETF-Selektion und der Internetumsetzung. Gründer und

Geschäftsführer von QAP ist Christian Schuster, der zuvor Fondsmanager bei Veritas Investment GmbH war.

## EIN "ROBO ADVISOR" MIT ESG-FOKUS UND OHNE (US) VORBILD

Wie sehr viele andere Finanzinnovationen kommt der erste Robo Advisor aus den USA: MyCFO wurde 1999 gegründet und hatte bis 2002 Geldanlagen im Wert von 90 Millionen US Dollar akquiriert bevor es an eine Bank verkauft wurde<sup>198</sup>.

Nach der Finanzkrise von 2008 wurden zahlreiche weitere Robo Advisors gegründet. Betterment (gegründet 2008) ist der heute größte unabhängige Robo Advisor weltweit. Nummer zwei ist Wealthfront (gegründet 2008) und Nummer drei ist wohl Personal Capital (gegründet 2009).

Kopieren deutsche Robo Advisors solche Firmen nur oder haben sie USPs (Unique selling propositions)? Ein "USP"-Beispiel mit grundsätzlich hohem Marktpotential:

### **Wichtigste Vorbilder für deutsche Robos: Betterment und Wealthfront**

Betterment und Wealthfront scheinen die vorherrschenden Vorbilder für deutsche Robo Advisors zu sein (s.a. „Deutsche Robo Advisors“<sup>199</sup>). Manchmal werde ich gefragt, ob meine Firma Diversifikator ein Vorbild hat bzw. ob Personal Capital oder „Motif“ Vorbilder für Diversifikator sind. Die Antwort ist „Nein“. Hier ist die Begründung:

### **Weder Anlageberater noch Investmentmanager und auch kein Vermittler**

Erstens ist Diversifikator kein Robo Advisor im eigentlichen Sinn. "Robo-advisors or Robo-advisers are a class of financial adviser that provide financial advice or Investment management online with moderate to minimal human intervention. They provide digital financial advice based on mathematical rules or algorithms." (Wikipedia (US), Stand 6.3.2018).

Diversifikator bietet weder Anlageberatung noch Investmentmanagement und auch keine Finanzanlagevermittlung an, sondern Muster- oder Modellportfolios bzw. Indizes. Diese sind zwar alle voll regelbasiert („most passive“), es werden jedoch keine komplexen mathematischen Algorithmen genutzt (Diversifikator ist „optimierungsfrei“ und „prognosefrei“). Diversifikator verwendet nur sehr einfache und transparente Regeln für die Bestimmung der Verlusttragfähigkeit von Anlegern, Portfoliobildungen bzw. Portfolioselektionen.

### **Keine komplexen Algorithmen und kein traditionelles Vorbild**

Die „pseudo-optimierten“ (siehe hier <sup>200</sup> und „Pseudo-Optimierer“ auf [www.diversifikator.com](http://www.diversifikator.com)) Portfolios von US Robo Advisors waren kein Vorbild für die

---

<sup>198</sup> <https://www.cnet.com/news/netscape-founder-sells-start-up-mycfo/>

<sup>199</sup> <http://prof-soehnholz.com/deutscher- robo- vergleich- investmentphilosophien- und- viele- weitere- unterschiede/>

<sup>200</sup> <http://prof-soehnholz.com/logische- und- verantwortungsvolle- statt- pseudo- optimierte- geldanlagen/>

Portfolios von Diversifikator. Daher ist auch Personal Capital kein Vorbild. Personal Capital ist zudem auf Software und Daten fokussiert, Diversifikator dagegen ist auf Modellportfolios ausgerichtet.

Es gibt auch kein „Offline“ Vorbild, also z.B. Investmentfonds, für die Anlageportfolios von Diversifikator.

### **Bessere Lösungen bzw. Portfolios als Ziel, nicht Automatisierung**

Vor allem aber unterscheidet sich die Motivation zur Gründung von Robo Advisors. Ich habe Diversifikator gegründet weil ich der Ansicht war und weiterhin bin, dass dem Markt bestimmte Anlageprodukte fehlen und nicht, um den Zugang zu bestehenden Investments zu verbessern. Außerdem wollte ich die Transparenz der Kapitalanlage erhöhen. Algbasierte Robo Advisors sind aber nicht sehr transparent, weil die Restriktionen und Daten/Prognosen, die sie für ihre Algorithmen nutzen, nicht komplett transparent gemacht werden.

Bei den fehlenden Angeboten handelt es sich einerseits um kostengünstige passive Multi-Asset Portfolios und andererseits um passive verantwortungsvolle Portfolios (ESG: Environment, Social, Governance). Die Portfolios sollen für Anleger und Berater komplett transparent sein. Daher sollen alle Informationen online für alle Interessenten verfügbar ein.

Es war von Anfang an klar, dass es mehrere Portfolios für unterschiedliche Anlegerbedürfnisse geben soll und nicht das „einzig richtige“ bzw. "optimale". Mehrere Investmentfonds aufzusetzen hätte sehr viel Startkapital erfordert, daher wurde mit Online-Muster- bzw. Modellportfolios gestartet. Hinzu kommen einfache und sehr transparente „Tools“ zur „Selbstqualifikation“ von Anlegern und zur Portfolioselektion (s. Gründung<sup>201</sup>), die es bisher in dieser Form auch noch nicht gab.

Dabei werden Renditeportfolios mit Cashbeimischungen im Risiko reduziert, weil Anleihen nicht als risikofrei eingeschätzt werden. Auf den Cashanteil werden keine Gebühren erhoben. Auch das unterscheidet Diversifikator von anderen Robo-Advisors.

### **Keine automatische Umsetzung**

Zum Robo Advisor fehlt technisch nur die automatische Implementierung der Portfolios inklusive dem Rebalancing. Die Musterportfolios sind alle „most passive“ und werden nur einmal pro Jahr rebalanziert. Unsere Analysen zeigen, dass - zumindest für die Multi-ETF Portfolios - auf das Rebalancing ohne große Nachteile sogar komplett verzichtet werden kann. Eine automatische Implementierung ist für Diversifikator also nicht so wichtig wie für typische Robo Advisors.

Der wichtigste Grund, keinen voll automatischen Robo Advisor anzubieten, ist der „No Data“ Ansatz von Diversifikator. Ich halte Datenschutz für extrem wichtig und der beste Datenschutz ist es, keine Daten von Interessenten bzw. Anlegern zu erheben. Ohne die Erhebung von Daten vom Anleger kann jedoch keine automatische Implementierung der Portfolios angeboten werden.

---

<sup>201</sup> <http://prof-soehnholz.com/diversifikator-neuer-b-b-semi-robo/>

Die ideale Geldanlage muss auf die individuellen Bedürfnisse der Anleger ausgerichtet sein. Unterschiedliche Einkommen, Vermögen, Verpflichtungen, Ziele, Steuersituationen, Arbeits- und Gesundheitsrisiken, Erbschaftspläne etc. machen eine gute Automatisierung aber sehr schwierig.

### **Hybrides bzw. B2B Konzept**

Der Nachteil fehlender Automatisierung wird durch das B2B (Business to Business) Konzept, also die explizit gesuchte Zusammenarbeit mit Beratern bzw. Vermögensverwaltern, jedoch gemildert, denn diese können Anleger bei der Finanzplanung und Umsetzung der Portfolios unterstützen bzw. übernehmen die Umsetzung komplett.

Auch für das Hybrid-Konzept (im engeren Sinn eine Kombination von Online-Services mit persönlicher Beratung aus einer Hand, s.a. Hybridmodelle<sup>202</sup> und Kooperationen<sup>203</sup>) gab es bei der Vorbereitung des Starts von Diversifikator noch kein erfolgreiches US Vorbild. Inzwischen zeigt sich, dass die erfolgreichsten US Robos, nämlich die von Vanguard und Schwab aber seit einiger Zeit auch Betterment, einen Hybrid- bzw. B2B-Ansatz verfolgen (Charles Schwab startete die Intelligent Portfolios im März 2015 und der Vanguard Personal Advisor Service wurde im Mai 2015 für Anleger geöffnet).

### **Am ehesten Ähnlichkeit mit Motif Investing**

Das 2010 gegründete Motif Investing ([www.motifinvesting.com](http://www.motifinvesting.com)) ist Diversifikator inhaltlich inzwischen relativ ähnlich. So spielen bei Motif seit Kurzem ESG Aspekte eine große Rolle und es werden auch einzelne Aktien genutzt. Der Anleger hat eine Auswahl aus verschiedenen Themen und kann auch eigene Portfolios bilden.

Während bei Motif aber vorselektierte (Mode-)Themen die größte Rolle spielt, liegt bei Diversifikator der Fokus auf optimierungsfreien Portfolios und ESG Aspekten. Die Standardportfolios von Motif werden auf Basis von Prognosen und Optimierungen gebildet und als besonders chancenreich angepriesen. Anleger wollen mit diesen Portfolios in erster Linie besonders attraktive Renditen generieren. Das ist jedoch schwierig, wie die Renditen von früheren Modeinvestments wie BRIC (Brasilien, Indien, China, Russland) etc. zeigen.

### **Kein Outperformanceziel**

Die Portfolios von Diversifikator sind jedoch nicht entwickelt worden, um besonders hohe Renditen zu generieren, sondern sie sollen bestimmte Risiken vermeiden. So werden Anlegern bei Einzelaktienportfolios nur solche Portfolios angeboten, die Aktien ohne ESG Ratings und die mit den schlechtesten Ratings grundsätzlich ausschließen, unabhängig davon, ob sie aus „Themensicht“ attraktiv sein könnten. Ziel ist es, mit verantwortungsvollen Geldanlagen eine ähnliche Performance zu erreichen wie mit traditionellen Geldanlagen.

Dazu wird aktuell ein breites Angebot weiterer verantwortungsvoller Geldanlagen vorbereitet. Künftig können zahlreiche ESG Branchen- und Länderportfolios von Anlegern genutzt werden, um traditionelle („nicht ESG“) Anlagen zu ersetzen. Daher werden auch

---

<sup>202</sup> <http://prof-soehnholz.com/hybridmodelle-worauf-traditionelle-finanzdienstleister-bei-robo-advisors-achten-sollten/>

<sup>203</sup> <http://prof-soehnholz.com/kooperation-von-banken-und-beratern-mit-robo-advisors/>



grundsätzlich alle Länder und Branchen als Portfolios angeboten und nicht nur angeblich besonders interessante „Investmentmotive“. Zusätzlich können individuelle Ausschlüsse vom Anleger vorgenommen werden.

### **Etliche wirklich neue Portfolios**

Insgesamt ist Diversifikator daher eher Innovator als Imitator. Meines Wissen sind z.B. die folgenden Portfolios weltweit die ersten ihrer Art:

Alle Weltmarktportfolios („most passive“ Asset Allokation) aber auch die folgenden

- ETF ESG-Portfolio
- Islamic ETF-Portfolio
- Alternatives ETF-Portfolio
- Equity Income (DW) ETF-Portfolio (aus nicht kapitalgewichteten ETFs)
- Infrastructure ESG Portfolio („Pure ESG“ Ansatz)
- Real Estate ESG Portfolio („Pure ESG“ Ansatz)

Einige der neuen Länder und Branchen ESG-Portfolios (noch nicht für Privatanleger verfügbar)

Laut aktuellem Morningstar Research gibt es sehr viel Marktpotential für passive ESG Portfolios<sup>204</sup>.

## **ROBO ADVISORS: LIEBER MEHR TRANSPARENZ ALS MEHR REGULIERUNG**

Öko-Test kritisiert in der Ausgabe von März neben teilweise hohen Kosten auch mangelnde Transparenz bei einigen Robo Advisors. Das ist erstaunlich, denn Robo Advisors werben üblicherweise mit niedrigen Kosten und einer hohen Transparenz. Transparenz bedeutet in dem Fall, dass Interessenten und Kunden einfach alle für ihre Investmententscheidungen nötigen Informationen finden und diese auch verständlich und nachvollziehbar sind.

Für Geldanleger gibt es mehrere Bereiche, für die Transparenz wichtig ist: Transparenz über den Anbieter selbst, Transparenz über die Risiko-Klassifikation von Anlegern und Transparenz über die Zusammensetzung und die Risikoklassifikation von Anlageportfolios. Transparenz ist also wichtig, um Risiken zu reduzieren.

Einige der kritisierten Robo-Advisors sind streng regulierte Vermögensverwalter. Der Öko-Test zeigt, dass eine strenge Regulierung aber nicht unbedingt Transparenz für Anleger mit sich bringt. Transparenz ist eher eine Frage der Unternehmensphilosophie als der Regulierung.

### **Selbstberatungsplattformen oft nicht berücksichtigt**

---

204

[https://www.morningstar.com/content/dam/marketing/shared/pdfs/Research/Passive\\_Sustainable\\_Investing\\_Landscape.pdf](https://www.morningstar.com/content/dam/marketing/shared/pdfs/Research/Passive_Sustainable_Investing_Landscape.pdf)

Derzeit gibt es über 30 aktive Robo Advisors in Deutschland. Üblicherweise werden diese nach der Art ihrer Lizenz klassifiziert. Demnach gibt es drei Gruppen: Die am stärksten regulierten Vermögensverwalter, die Anlagevermittler und die am geringsten regulierten Selbstberatungsplattformen (weitere Selektionskriterien siehe Blogbeitrag<sup>205</sup>).

Selbstberatungsplattformen stellen Anlegern Informationen, Modellportfolios (s.a. dieser Blogbeitrag<sup>206</sup>) und teilweise auch „Tools“ zur Verfügung. Meine Firma Diversifikator ist eine solche Plattform (aber auch eine Unterstützungsplattform für Anlageberater und -verwalter).

In Vergleichen von Robo-Advisors wird eine höhere Regulierungsstufe oft als sehr wichtig für Anleger herausgestellt. Daher werden Selbstberatungsplattformen bei Robo-Vergleichen oft nicht berücksichtigt, auch nicht von Öko-Test.

Dabei können unregulierte Anbieter tendenziell günstigere Angebote machen als regulierte Anbieter, da sie keine Kosten für die Erfüllung der Regulierung haben. Außerdem können sie einen besonders guten Datenschutz bieten, da Selbstentscheider ihnen keine oder nur wenige Daten zur Verfügung stellen müssen.

### **Risikoklassifikation von Anlegern mit falschen Kennzahlen?**

Für eine formelle (regulierte) Anlageberatung müssen die persönlichen Umstände des Anlegers analysiert und geprüft werden. Dabei werden von Robo Advisors (siehe Öko-Test-Analyse) aber auch von traditionellen Beratern nicht immer alle relevanten Informationen abgefragt und/oder es werden ungeeignete Operationalisierungen verwendet.

So wird die Risikobereitschaft eines Anlegers oft mit Hilfe der Schwankungstoleranz erfasst. Mit Hilfe der Kennzahl Volatilität wird dabei ermittelt, welche Schwankungshöhe Anleger maximal tolerieren wollen. In steigenden Märkten sind Schwankungen für Anleger aber oft nicht besonders wichtig und Ähnliches gilt in fallenden Märkten. Für Anleger ist meistens wichtiger, mit welchen maximalen Verlusten sie rechnen müssen. Die Verlusttoleranz wird aber nicht immer abgefragt. Allerdings setzen Regulierer ebenfalls vor allem auf Volatilität als wichtigste Risikokennzahl, wie man an den Standard-Risikokategorien für Investmentfonds sieht (siehe dazu auch diesen Blogbeitrag<sup>207</sup>).

### **Risikoklassifikation mit falschen Perioden?**

Wenn man eine Anlegerin oder einen Anleger fragt, welches Risiko (Volatilität oder Verluste) sie/er tolerieren kann/möchte, ist die Analyseperiode wichtig. Selbst breit gestreute Aktienanlagen haben in 2008 sehr hohe Risiken aufgewiesen. Von 2009 bis 2017 waren die Risiken der Aktienanlagen wesentlich geringer. Wenn man Anleger fragt, welche Risiken sie tolerieren wollen, werden typischerweise Orientierungswerte (Anker) genannt. Je nachdem, ob riskante Perioden wie 2008 bei den Orientierungswerten berücksichtigt werden oder nicht, können Anleger zu sehr unterschiedlichen Risikoklassifikationen kommen.

---

<sup>205</sup> <http://prof-soehnholz.com/deutscher- robo- vergleich- investmentphilosophien- und- viele- weitere- unterschiede/>

<sup>206</sup> <http://prof-soehnholz.com/modellportfolios-in-uk-ein-sehr-grosser-wachsender-und-profitabler-markt/>

<sup>207</sup> <http://prof-soehnholz.com/schwankungen-sind-tolerierbar-intransparenz-nicht/>

## **„Risikoarme“ Portfolios mit falschen Allokationen? Anleihen sind nicht risikofrei**

Nach der Risikoanalyse von Anlegern werden ihnen Portfolios zugeordnet. Portfolios mit hohen Anteilen an sogenannten risikofreien Anlagen wird dabei eine gute Eignung für risikoscheue oder kurzfristig orientierte Anleger zugemessen. Meist werden Anleihen als weitgehend risikofrei eingestuft und moderat risikoscheuen Anlegern werden z.B. Allokationen von 50% Aktien und 50% Anleihen angeboten. Solche Kombinationen hatten in den letzten Jahren relativ niedrige Volatilitäten. Verbraucherzentralen (und meine Firma Diversifikator) sehen Anleihen aber seit einiger Zeit u.a. aufgrund von erwarteten Zinssteigerungen und damit einhergehenden Kursrisiken als riskant an. Sie empfehlen daher „Cash“ als Portfoliokomponente zur Risikoreduktion. Das wird aber von keinem deutschen Robo-Advisor (außer Diversifikator) so umgesetzt.

## **„Risikoarme Portfolios“ mit hohen Risiken**

Kaum ein Anleger weiß, dass bei einem Anlagehorizont von bis zu vier Jahren 50/50 Anlagen aus Anleihen und Aktien, die die Performance des Jahres 2008 beinhalten, zu einer sehr hohen Volatilität geführt hätten (siehe z.B. "Portfolioauswahltool" auf [www.diversifikator.com](http://www.diversifikator.com)). Anders formuliert: Wenn man annimmt, dass eine Performance wie 2008 wieder vorkommen kann, muss man vielen risikoscheuen bzw. relativ kurzfristig orientierten Anlegern von einer Beimischung von Aktien abraten.

## **Wissenschaftliche Optimierungen mit unterschiedlichsten Ergebnissen**

Fast alle Robo-Advisors berufen sich auf den Nobelpreisträger Markowitz oder eine modernere wissenschaftliche Basis. Das heißt aber nicht, dass die gebildeten Portfolios gut sind und erst recht nicht, dass sie transparent sind. Um nachzuvollziehen, wie z.B. ein moderates Portfolio aus Anleihen und Aktien zustande kommt muss man wissen, welche Risiken und welche Renditen für Aktien und Anleihen prognostiziert werden und auch, wie sich die Anlageklassen künftig zueinander verhalten (Korrelation). Je nach Annahmen/Prognosen können völlig unterschiedliche optimierte und wissenschaftlich basierte Allokationen zustande kommen (siehe z.B. „Pseudo-Optimierer-Tool“ auf [www.diversifikator.com](http://www.diversifikator.com) bzw. diesen Blogbeitrag<sup>208</sup>).

Welcher Robo Advisor macht diese Probleme transparent?

## **Mehr Regulierung/Haftung kostet meist auch mehr**

Regulierte Anbieter werden in Robo-Vergleichen bevorzugt, weil sie für ihre Arbeit grundsätzlich in besonderer Weise haften müssen. Automatisierte (Robo-) Vermögensverwalter, Vermittler und Anlageberater müssen für ihre Empfehlungen und Umsetzungen genauso haften wie traditionelle Anbieter. Aber bei schlecht kapitalisierten Anbietern kann ein Haftungsfall, besonders wenn er publik wird und damit andere Kunden bzw. Interessenten beeinflusst, schnell teuer bzw. sogar existenzbedrohend werden. Starke Regulierung bringt Anlegern in einer Krise bei einer geringen Kapitalisierung daher möglicherweise nicht so viel.

---

<sup>208</sup> <http://prof-soehnholz.com/logische-und-verantwortungsvolle-statt-pseudo-optimierte-geldanlagen/>

Alle Anbieter arbeiten mit Depotbanken zusammen. Wenn es sich um eine deutsche Depotbank handelt kann man davon ausgehen, dass diese gut reguliert und kapitalisiert ist. Selbstberater werden bei der Nutzung einer Depotbank genauso geschützt wie Kunden von Beratern und Vermögensverwaltern. Selbstberater haben so zwar das Selbstberatungsrisiko, dafür darf aber auch kein bankfremder Vermögensverwalter auf ihr Geld, ihre Portfolios oder ihre Daten zugreifen. "Böse" könnte man sogar sagen, dass Selbstberater kein Fremdberatungsrisiko haben.

### **Regulierung mit Datenschutz-Risiken**

Für meine Firma Diversifikator habe ich aus anderen Gründen keine Regulierung als Vermittler, Berater oder Verwalter angestrebt. Der erste Grund ist, dass ich in erster Linie ein Business-to-Business Geschäftsmodell habe. Diversifikator liefert vor allem Portfolios an regulierte Vermittler, Berater und Verwalter. Da diese Geschäftspartner den Endkunden betreuen ist die Regulierung dieser Partner für den Endkunden wichtig, nicht die von Diversifikator.

Aber auch für Selbstberater gibt es Gründe, die Plattform von Diversifikator zu nutzen, denn Diversifikator hat einen No- bzw. Small Data Ansatz. Da keine persönlichen Empfehlungen abgegeben werden bzw. keine Vermögensverwaltung erfolgt, müssen keine Daten von Interessenten oder Anlegern abgefragt werden. Und keine Daten abzufragen ergibt den besten Datenschutz für Anleger.

### **Transparenz ist eine Frage der Unternehmensphilosophie**

Als Selbstberatungsplattform wird zudem der Anspruch erhoben, Anlegern volle Transparenz zu bieten. Eine solche Transparenz könnte grundsätzlich auch von regulierten Anbietern angeboten werden, das wird jedoch selbst von Robo Advisors bisher selten gemacht (siehe Öko-Test 3/2018).

### **Zusammenfassung**

Aus Anlegersicht ist besonders wichtig, wie Anlageempfehlungen zustande kommen. Nicht alle Robo Advisors zeichnen sich dabei durch volle Transparenz aus, obwohl viele von ihnen reguliert sind. Der Regulierungsumfang als Selektionskriterium für Robo-Advisors aber auch traditionelle Anlageberater und Verwalter wird meines Erachtens dagegen überschätzt.

## **HARSCHER BANKEN- ABER AUCH ROBO-ADVISOR-KRITIK DER EU**

Am 24. April 2018 wurde der Bericht „Distribution systems of retail investment products across the European Union“ von der EU veröffentlicht.

Zunächst ist das Ziel der Investmentinitiativen der EU interessant: „The Capital Markets Union is set to .... provide more options and better returns for savers and retail investors. .... This requires .... transparency to help investors to make the right investment decisions (S. 3 mit Verweis auf andere EU Quellen).

Auf Basis von fremden Quellen, eigenen Recherchen und anonymen Testkäufen („Mystery Shopping“) wird unter anderem festgestellt:

### **Hauseigene Fonds statt günstiger ETFs**

Auf den Webseiten traditioneller deutscher Anbieter sind relativ viele ETFs (meist günstige Exchange Traded Funds) zu finden (S.19). Im Beratungsgespräch werden ETFs aber nur sehr selten empfohlen (S. 21), denn traditionelle Anbieter bieten vor allem teurere hauseigene „aktive“ Investmentfonds an (S. 23). Das ist in anderen Ländern ähnlich. Nur unabhängige Finanzberater aus Großbritannien (S. 42), die keine Provisionen von Produktanbietern nehmen dürfen, und Robo-Advisors (S. 23) empfehlen Anlegern ETFs.

### **Auch Onlineplattformen von Banken sind relativ teuer**

ETFs sind in Europa zwar etwas teurer als in den USA, können aber über Onlineplattformen grundsätzlich relativ günstig erworben werden (S. 42). Onlineplattformen von Banken sind für ETF-Anleger aber ca. 50% teurer und für Aktienanleger sogar doppelt so teuer wie unabhängige Plattformen (S. 74 mit Verweis auf eine Studie von Deloitte).

Anders als Robo-Advisors werden soziale Handelsplattformen (Social Trading Plattformen) in dem Bericht als für unerfahrene Anleger ungeeignet eingeschätzt (S. 145).

### **Mangelnde Transparenz**

Außerdem wird eine geringe Transparenz traditioneller Angebote (S. 108) aber auch von Onlineanbietern kritisiert, gerade auch in Bezug auf Kostentransparenz (S. 24, 78, 127, 138, 140). Allerdings sollten die Kosten künftig wegen der Einführung von MiFID II transparenter werden (S. 107).

### **Persönliche Beratung ist wichtig, aber selten unabhängig**

Aufgrund der grundsätzlich großen Auswahl an Produkten und einer hohen Intransparenz ist der Bedarf an Beratung gross. Sogar viele europäische Robo-Advisors ermöglichen daher inzwischen Zugang zu persönlicher Beratung (S. 96).

Bisher werden Investments vor allem über anbieterabhängige Berater verkauft, deren Beratung von Anlegern fälschlich als kostenlos wahrgenommen wird (S. 108). Die Bezahlwilligkeit für unabhängige traditionelle aber auch Robo-Beratung ist dementsprechend gering (S. 108).

### **Strengere Regulierung zu erwarten**

Der Bericht lässt offen, was das für künftige Regulierungen bedeutet.

Provisionsverbote in Großbritannien und den Niederlanden haben zu mehr - und besser informierten - Selbstentscheidern und der stärkeren Nutzung von Onlineplattformen (S. 127) und Honorarberatern geführt (S. 118). Eine Dokumentationspflicht für Beratung gibt es dagegen bisher nur in Deutschland (S. 119) und steht offenbar bei der EU nicht oben auf der Regulierungsagenda.

Es ist wenig überraschend, dass Verbraucherschützer für einfache, günstige und transparente Produkte, unabhängige Beratung und den Einsatz neuer Techniken eintreten (S. 119). Es scheint, als würde die EU diese Überzeugungen teilen.

Produktvorgaben der EU erscheinen mir aber unwahrscheinlich und zumindest in Bezug auf Kostentransparenz sollte MiFID II Verbesserungen bringen, die im EU Bericht noch nicht berücksichtigt werden konnten. Ein Provisionsverbot durch die BAFIN ist angesichts der harschen Kritik am überwiegenden Verkauf teurer hauseigener Bankprodukte über teure hauseigene Plattformen aber denkbar.

Siehe auch „Bedroht die EU (ESG) Regulierung aktives Assetmanagement?“<sup>209</sup> und „Noch mehr (un)sinnvolle (Robo-)Regulierungsideen“<sup>210</sup> auf [www.prof-soehnholz.com](http://www.prof-soehnholz.com).

## FÜNF ANTI-ROBO STRATEGIEN FÜR TRADITIONELLE ANBIETER

Wie können deutsche Banken, Fonds- und Portfoliomanager bzw. Asset-Manager und unabhängige Berater gegenüber digitalen automatisierten Geldanlage-Programmen (Robo-Advisors) punkten? Studien aus dem Jahr 2016 geben dazu einige Anregungen.

Ausgangslage: Nur ungefähr 17% der Befragten in Deutschland und Großbritannien nutzen die Services von Anlageberatern während es in den USA 28% sind<sup>211</sup>. Allerdings würden mehr als 60% der US-Anleger gerne einen Berater nutzen<sup>212</sup>. Das Potential für Anlageberater ist also groß. Aber sind die (noch) nicht beratenen Kunden auch attraktiv?

Robo-Advisors sind typischerweise auf Anleger ausgerichtet, die keine persönlichen Berater nutzen. Sowohl in den US<sup>213</sup> als auch Deutschland hat sich gezeigt, dass die Nutzer von Robo-Advice-Angeboten vom Einkommen und Vermögen her durchaus attraktiv und daher auch für klassische Berater interessant sind. Daher liegt der Schluss nahe, dass es ein attraktives Neukundenpotential für Anlageberater gibt Die Frage ist, wie Anlageberater diese Kunden gewinnen können.

### **Weniger eigene Produkte bzw. weniger Vertriebsprovisionsabhängigkeit**

Laut einer US-Studie<sup>214</sup> haben amerikanische Bankkunden eine bessere Meinung von ihren Beratern als deutsche Kunden. Insbesondere halten die amerikanischen Kunden ihre Berater für weniger vertriebsprovisionsabhängig bzw. weniger abhängig vom Verkauf hauseigener Produkte.

---

<sup>209</sup> <http://prof-soehnholz.com/esg-regulierung-von-consultants-und-mehr-aufklaerung-von-anlegern-sind-sinnvoll/>

<sup>210</sup> <http://prof-soehnholz.com/noch-mehr-unsinnvolle- robo-regulierungsideen/>

<sup>211</sup> s. Blackrock, Digital Investment Advice, Robo-Advisors come of Age, Sept. 2016, S. 3

<sup>212</sup> s. Oranj: „The Generation Gap: Understanding Millennial, Gen X, and Baby Boomer Clients“, 2016, S. 2/3; hier Verweis auf einen Connected Investors Report von Salesforce

<sup>213</sup> s. Peter Lohse, Christian Machts: „Robo-Advice: Chancen für Asset Manager, Berater und Anleger“ in Cash-online vom 27.9.2016

<sup>214</sup> Yougov im Auftrag der Quirin Bank siehe Fonds professionell online vom 20.10.2016



Amerikanische Kunden haben laut dieser Studie außerdem weniger Vertrauen als deutsche Kunden in Computer bei Geldanlagen. Das ist interessant, weil Robo-Advisors in den USA schon wesentlich mehr Geld einsammelt haben als in Deutschland. Vielleicht sind amerikanischen Banken attraktiver sind als die deutschen, und US Anleger haben daher relativ viel Vertrauen zu ihnen.

Wenn es so wäre, dass US Banken bereits stärker auf vom Anleger bezahlte Gebühren statt auf Provisionen von Produktanbietern oder eigene Produkte setzen, ist das vielleicht gerade der Grund, warum US Kunden ihren Bankberatern mehr vertrauen als deutsche Anleger ihren Beratern.

Und das scheint der Fall zu sein: So gibt es im genossenschaftlichen Sektor und bei Sparkassen aber auch bei vielen Privatbanken und unabhängigen Beratern und Vermögensverwaltern in Deutschland bisher keine oder nur wenige ETF Angebote. Sogar Ausgabeaufschläge werden vielfach noch verlangt und durchgesetzt. Aber „in den USA, Australien, Südafrika und den Niederlanden sind typischerweise keine Vertriebskosten in den laufenden Fondsgebühren enthalten“<sup>215</sup>.

In den USA sind Charles Schwab und Vanguard die mit Abstand größten Anbieter von automatisierten Online-Geldanlagen (Robo-Advice). Und diese Anbieter vermarkten vor allem ihre eigenen ETFs über ihre Robo-Advice Angebote. So etwas gibt es in Deutschland noch nicht. Vielleicht prägen diese beiden Anbieter dieses relativ geringe Vertrauen von US-Anlegern zu Robo-Advisors.

### **Bessere Online-Unterstützung für traditionelle Berater**

„Digital advisers offer many features and tools that a client or adviser may use to personalize portfolios, including financial planning tools to inform portfolio selection; portfolio allocations that clients may customize to their desired asset class mix; the ability to retain legacy positions; sophisticated, technology-driven portfolio rebalancing based on market changes, cash in-flows and out-flows, and risk parameters; and asset placement and tax-loss harvesting services“<sup>216</sup>.

Solche Tools können und sollten von traditionellen Anbietern auch angeboten werden. Die Kombination solcher Tools mit persönlicher Beratung kann sogar sehr erfolgreich sein: 65 Prozent der (US-)Befragten, die an Robo-Advice interessiert sind, möchten gleichzeitig eine intensive persönliche Beziehung zu einem persönlichen Berater haben<sup>217</sup>. Und es ist sicher schneller und günstiger, wenn traditionelle Anbieter ihren Bestandskunden zusätzlich neue Tools anbieten als wenn Robo-Advisors den noch zu gewinnenden Neukunden auch noch eine eigene Beratung anbieten müssen.

---

<sup>215</sup> s. Natalia Wolfstetter: Anlegerfreundlichkeit auf dem Prüfstand: Die globalen Fondsstandorte im Vergleich, Morningstar 9.6.2015

<sup>216</sup> Morgan Lewis, The evolution of advice, Digital Investment advisors as fiduciaries, 2016, S. 16

<sup>217</sup> s. Lohse, Peter,; Machts, Christian: Robo-Advice: Chancen für Asset Manager, Berater und Anleger, in Cash-online, 27.9.2016

Auch neue Bankkunden können durch Robo-Advisor Tools adressiert werden. Dafür besonders aufgeschlossene junge Anleger, sogenannte Millennials, haben tendenziell niedrige Einkommen und Vermögen. Aber sie haben ein großes Potential. So sind in den USA sehr viele von ihnen selbstständig bzw. überdurchschnittlich viele von ihnen haben Universitätsabschlüsse, was für eine <sup>gute</sup> Profitabilität dieser Kunden in der Zukunft spricht. Ausserdem sind sie sehr daran interessiert, Geldanlagen besser zu verstehen<sup>218</sup>.

Und: „Nearly 70% of respondents look for modern tools, and over 80% consider convenience, when selecting an advisor“<sup>219</sup>. Letzteres gilt auch für vermögende Anleger: „79% said that it is important for them to have access to their investment information any time, day or night, and 65% said that with the help of their adviser they would be interested in using technology to manage their investments.“<sup>220</sup>.

### **Mehr Transparenz bzw. besseres Management von Komplexität**

Robo-Advisors können sich in ihren Anlage-Empfehlungen für vergleichbare Anlegerrisiken stark unterscheiden: „Equity allocations ranged as high as 90% and as low as 51%; fixed income allocations ranged from 10% to 40%“<sup>221</sup>. Für Laien bzw. alleine durch die Lektüre der Online-gestellten Informationen von Robo-Advisors dürfte es meist kaum nachvollziehbar sein, warum bei gleicher Ausgangslage so große Allokationsunterschiede herauskommen.

Um das zu machen, müssten die Allokationsmodelle und die Annahmen bzw. Prognosen zum jeweiligen Zeitpunkt offen gelegt werden. Idealerweise müsste ein Anleger außerdem alternative Annahmen prüfen können. Diese Transparenz wird bisher von Online Anbieter selten geboten. Offline-Anbieter bieten aber oft eine noch geringere Transparenz. In einer persönlichen Beratung kann man jedoch auf explizite und vor allem implizite Fragen von Anlegern besser eingehen als online. Wenn es traditionellen Beratern gelingt, dem Anleger zu erklären, warum seine Empfehlung so ist, wie sie ist, kann er damit gegenüber dem angeblich transparenten Robo-Advisors punkten.

Neben der Asset-Allokation wird auch die Finanzplanungsfähigkeit von Robo-Beratern kritisiert: „Robos frequently do not capture good information about assets such as cash or insurance or assets held in accounts away from the robo firm. Nor do they usually get an accurate picture of the customer’s overall financial and life goals“<sup>222</sup>. Gute traditionelle Berater dagegen sollten eine umfassende Finanzplanung leisten können.

### **Mehr verantwortungsvolle Angebote**

---

<sup>218</sup> s. Oranj: The Generation Gap: Understanding Millennial, Gen X, and Baby Boomer Clients, 2016, S. 2/3

<sup>219</sup> Oranj: The Generation Gap: Understanding Millennial, Gen X, and Baby Boomer Clients, 2016, S. 3 mit Verweis auf einen Connected Investor Report von Salesforce

<sup>220</sup> s. Oranj/InResearch: The Rise of the digital advisor, 2016, S. 4 mit Verweis auf eine Harris Befragung für Wells Fargo

<sup>221</sup> Cerulli-Analyseergebnisse s. Blackrock solicits more regulatory scrutiny of Robo-Advisors, eliciting jeers and a cheer, in RIABIZ, 11.10.2016

<sup>222</sup> David Lyon von Oranj in „Blackrock solicits more regulatory scrutiny of Robo-Advisors, eliciting jeers and a cheer“, in RIABIZ, 11.10.2016

Traditionelle Anbieter können Produkte anbieten, die Robo-Advisors (noch) nicht anbieten. Das sind heute vor allem Einzeltitel-basierte (Aktien- und Anleihen statt ETFs) Produkte, die allerdings für die langfristige Kapitalanlage um die es hier geht nicht besser geeignet sein müssen als ETF-Angebote. Oder sie bieten fondsbasierte Produkte an, die Robo-Advisors noch wenig im Fokus haben, z.B. ESG bzw. SRI Angebote.

Verantwortungsvolles Anlegen (ESG/SRI genannt für Environment/Social/Governance oder Socially Responsible Investing) wird für institutionelle Anleger immer wichtiger. Auch im Privatkundenbereich findet es zunehmend Aufmerksamkeit. Für Aktienanlagen scheint diese Form der Geldanlage trotz reduzierter Anlagemöglichkeiten kein Nachteile oder sogar Vorteile für Anleger zu haben. So stellt Morningstar jüngst eine niedrigere Volatilität von Fonds mit besonders guten ESG-Scores fest. Der Erklärungsversuch: Unternehmen mit guten ESG Scores haben geringere operationale und Reputationsrisiken als andere Unternehmen<sup>223</sup>.

ESG/SRI wird rein-online bzw. von Robo-Advisors bisher auch in den USA kaum angeboten. Ausnahmen in Deutschland sind Diversifikator und Visualvest, letztere mit Fokus auf ökologische Faktoren.

Das ist eine Chance für Offline-Anbieter, die allerdings relativ schnell auch von Online-Anbietern genutzt werden kann.

### **Besserer Datenschutz**

Datenschutz bzw. Datensicherheit ist schon heute für digitale Anbieter besonders wichtig<sup>224</sup>. Was digital künftig möglich sein kann, zeigt „Meet Eva: Your enlightened virtual assistant and the future for of the invisible bank“<sup>225</sup>. Damit wird Datenschutz bzw. Datensicherheit künftig noch wichtiger.

Banken haben durch ihre jahrelange Erfahrung im Bereich Datenschutz und Datensicherheit einen Erfahrungs- und Vertrauensvorsprung, den sie nutzen sollten, um einen besonders guten Schutz zu bieten. Unabhängige Robo-Advisors müssen erst noch zeigen, dass sie diese Themen auch in schwierigen Situationen im Griff haben. Gerade Start-Ups müssen außerdem sicherstellen, dass die Daten z.B. auch bei einer finanziellen Unternehmenskrise nicht verkauft werden bzw. und in die falschen Hände fallen können.

### **HYBRIDMODELLE: WORAUF TRADITIONELLE FINANZDIENSTLEISTER BEI ROBO-ADVISORS ACHTEN SOLLTEN**

Hybridmodelle bieten Robo-Advisor Services mit ergänzender persönlicher Beratung. Aber es geht in diesem Beitrag auch um beratungslose Robo-Services für traditionelle Anbieter.

Anlageberater und Vermögensverwalter inner- und außerhalb von Banken sind oft skeptisch in Bezug auf Robo-Advisors. Viele interessieren sich dafür, aber wenige haben bisher etwas

---

<sup>223</sup> s. Jon Hale: Higher Sustainability Ratings can mean lower risk, Morningstar, 13.10.2016

<sup>224</sup> s. Blackrock, Digital Investment Advice, Robo-Advisors come of Age, Sept. 2016, S. 2

<sup>225</sup> KPMG, October 2016

unternommen. Robo-Advisors ist es bisher offenbar nicht gelungen, viele Berater und Verwalter als Freunde zu gewinnen. Das ist auch kein Wunder.

Die meisten Robo-Advisors sind großspurig mit dem Anspruch angetreten, klassische Beratung und Vermögensverwaltung abzuschaffen. Jetzt zeigt sich, dass Anspruch und Wirklichkeit auseinanderklaffen, denn nicht nur deutsche Robo-Advisors tun sich schwer mit der Kundengewinnung. Viele deutsche Robo-Advisors wollen daher jetzt mit klassischen Beratern bzw. Verwaltern und Banken kooperieren. Das macht auch für die Berater und Verwalter Sinn, wenn es richtig angegangen wird.

Um attraktiv für Berater und Verwalter zu sein, sollten Robo-Advisors diesen den Erhalt bisheriger Umsätze bzw. am besten den Ausbau von Umsätzen ermöglichen. Und das sollte natürlich profitabel für den Berater oder Verwalter sein. Das ist durchaus möglich.

Angenommen ein traditioneller Anbieter hat Einnahmen von 0,5% p.a. durch Provisionen von Fondsanbietern oder durch eine vom Anleger bezahlte Gebühr. Bei einem Anlagevolumen von 100.000 Euro ergibt das nur 500 Euro Umsatz pro Jahr. Aufgrund der bestehenden und neuen Regulierungen (z.B. MiFID II) ist so ein Kunde kaum profitabel zu bedienen. Neukunden zu akquirieren, die „nur“ 100.000 Euro anlegen wollen, macht auch aufgrund hoher Akquisekosten kaum Sinn.

Traditionelle Berater und Verwalter müssen sich also künftig auf Kunden mit höheren Anlagevolumina konzentrieren. Aber das Geschäft mit solchen Anlegern ist hart umkämpft. Das bedeutet höhere Akquisekosten und geringere Margen.

Da vermögende Neukunden schwer zu akquirieren sind, sollten Bestandskunden gehalten werden, selbst wenn man nur wenig mit ihnen verdient. Weil es traditionellen Anbietern auch aufgrund der neuen Konkurrenz durch Robo-Advisors und vor allem ETF-Anbieter kaum gelingen wird, die Preise anzuheben, muss man versuchen, die Kosten zu senken. Durch Automatisierung können Kostenreduktionen erreicht werden. Robo-Advice als vollautomatisierte Lösung für kleinere Bestandskunden kann daher sehr interessant sein.

Auch Robo-Advisors sind daran interessiert, Kunden mit attraktiven Volumina zu akquirieren. Wenn man davon ausgeht, dass die Akquise eines Kunden 500 Euro kostet, sind Anlagevolumina von dauerhaft nur 10.000 Euro selbst langfristig uninteressant, denn mehr als 0,5%, also 50 Euro pro Jahr, kann man mit einem Robo-Advisor nur schwer verdienen. Und 500 Euro Akquisekosten und 0,5% Marge sind eine optimistische Schätzung. Also auch Neukunden von Robo-Advisors sollten mittelfristig idealerweise Anlagevolumina von 50.000 Euro und mehr erreichen, um für die Anbieter interessant zu sein.

Man braucht daher einen Robo-Advisor, der für Bestandskunden traditioneller Anbieter, die bisher persönlich betreut wurden, und Neukunden, die sechsstelligen Anlagen tätigen wollen, attraktiv ist. Dazu muss der Robo-Advisor mehrere Kriterien erfüllen.

Erstens muss die Bedienung bzw. User Experience so attraktiv sein, dass es dem Anleger nichts ausmacht, einen Großteil der Arbeit selbst zu erledigen. Der Robo-Advisor muss so außerdem so viele Informationen und Tools liefern, dass der Bedarf des Anlegers nach persönlicher Beratung auf ein Minimum reduziert wird.

Zweitens müssen die angebotenen Portfolios attraktiv sein. Mit einfachen starren Aktien/Anleihen Portfolios kommt man wohl nicht weit. Wahrscheinlich reicht es künftig auch nicht, nur ETF-Portfolios anzubieten, sondern es müssen vielleicht auch aktive Fonds, nicht-traditionelle Anlagen, direkte Aktienportfolios und Risikomanagement angeboten werden, um für Anleger mit Anlagevolumina über 100.000 Euro dauerhaft attraktiv zu sein.

Drittens wollen traditionelle Anbieter die Kontrolle über ihre Anleger behalten, zumindest sofern diese über 100.000 Euro anlegen können. Inzwischen gibt es auch in Deutschland einige Plattformen bzw. Robo-Advisors, die traditionellen Beratern oder Verwaltern nicht nur die für diesen nicht mehr attraktiven Kleinanleger abnehme sondern auch Private und White Label Lösungen anbieten. Die ideale Private Label Plattform sollte aus administrativen Gründen am besten mit den gleichen Depotbanken arbeiten, die der traditionelle Anbieter heute schon nutzt.

Viertens muss man natürlich auch am Anleger verdienen können. Letzteres heißt, dass man eine Gebühr von ca. 1% p.a. beim Anleger durchsetzen können muss, damit auch der traditionelle Anbieter bei geschätzten laufenden Kosten von 0,5% p.a. für eine Robo-Advisor Plattform noch etwas verdienen kann. Denn zusätzlich zum Robo-Advisor sollte der traditionelle Anbieter immer auch für begleitende Beratung bereitstehen, auf die deutsche Anleger besonders viel Wert legen. Das bedeutet, dass echte Hybridmodelle eingeführt werden müssen.

## ROBO-ANGEBOTE DURCH BANKEN HABEN VIEL POTENZIAL

Traditionelle Banken und unabhängige Anbieter haben mehrere Möglichkeiten, zu sogenannten Robo-Angeboten zu kommen. Dabei definiere ich „Robo“ weit und meine auch online unterstützte ETF-Portfolios, nicht nur voll automatisierte Investment-Management Lösungen.

Selektionskriterien sind vor allem Kosten und Einnahmepotenziale, Zeitbedarf und Adaptionsmöglichkeiten. Hier ist zunächst der Überblick über die grundsätzlichen Optionen:

- 1) Aufbau einer eigenen automatisierten Investmentplattform und volle Integration in die eigenen Prozesse
- 2) Mehrheitliche Beteiligung an einem bestehenden Robo-Advisor mit anschließender Adaption an die eigenen Erfordernisse
- 3) Kooperation mit einem bestehen Robo-Advisor, ggf. mit Minderheitsbeteiligung

Der erste Weg wird vor allem von den Großbanken verfolgt. Er ist teuer und langwierig. Die Sparkassen gehen mit Yomo, wenn das Angebot künftig wieder ausgebaut wird, offenbar denselben Weg und die Volks- und Raiffeisenbanken testen ihn mit dem Visualvest-Ansatz. Die Warburg-Gruppe hat Ownly als ersten Schritt zum eigenen Robo-Advisor getan und auch andere größere Banken werden wohl diesen Weg gehen.

Hauck und Aufhänger hat mit dem Kauf von Easyfolio den zweiten Weg beschritten. Easyfolio wird künftig auch Portfolios des neuen Eigentümers anbieten, die Anpassung ist also angelaufen.

Den dritten Weg hat unter anderem die Santander Bank beschritten.

Der „Selbstaufbau“ dauert lange und kann auch recht viel Zeit kosten. Dafür ist man uneingeschränkt in der Lage, seine eigenen Produkte, Preise und den eigenen Markenauftritt umzusetzen, sofern man das möchte, denn Visualvest zum Beispiel geht zunächst bewusst einen anderen Weg.

Beim Mehrheitserwerb an einem Robo-Advisor kann man Produkte, Preise und Markenauftritt entweder sofort oder nach und nach umsetzen. Allerdings ist die Anzahl der deutschen Robo-Advisors, die gekauft werden können, überschaubar. Etliche der über 20 deutschen Anbieter sind inzwischen recht gut finanziert. Erst wenn ihnen das Geld ausgeht und sie nicht erfolgreich genug sind, um weitere Minderheitsbeteiligungen anzubieten, oder wenn sie sehr erfolgreich und damit sehr teuer sind, werden sie wohl zum Mehrheitsverkauf bereit sein.

Bleibt der dritte Weg der Kooperation, der für die meisten deutschen Banken und unabhängigen Anbieter wohl der attraktivste ist. Er kann grundsätzlich relativ kostengünstig und schnell umgesetzt werden. Allerdings sind die Adaptationsmöglichkeiten bzw. der Auftritt unter eigener Marke und mit eigenem Pricing und damit die Einnahmepotentiale meist beschränkt.

Man kann vor allem zwei Arten von Kooperationen unterscheiden:

#### 1. Verweis auf externe Anbieter

Verweis-Beispiel Eins: Diesen Weg scheint die KSW Vermögensverwaltung aus Nürnberg mit Scalable zu gehen. Im Vordergrund steht die Kostensenkung. Dabei verweist man potentielle oder aktuelle Kunden, die zu geringe Einnahmepotentiale für die klassische persönliche Vermögensverwaltung oder Beratung mit sich bringen, an den Kooperationspartner. Dafür sollte es einen Anteil an der Gebühr des Robo-Advisors geben. Der traditionelle Anbieter hat dabei in der Regel keinen Einfluss auf das Portfolioangebot und gibt auch die Kontrolle über den Kunden ab. Es dürfte schwierig sein, so Neukunden für den traditionellen Anbieter zu gewinnen.

Verweis-Beispiel Zwei: Diversifikator bietet eine andere Lösung an. Dabei werden Selbstentscheider (z.B. Direktbank- oder Onlinebrokerkunden) aber auch Beratungskunden vom Kooperationspartner auf die stark online-unterstützten Diversifikator-Portfolios hingewiesen, die dann beim oder durch den traditionellen Anbieter umgesetzt werden. 75% der vereinnahmten Gebühren von 1% p.a. auf den Renditeteil der Anlage bleiben beim traditionellen Anbieter und 25% wird an Diversifikator weitergeleitet. Diversifikator erhält keine Anlegerdaten. So bleibt die Kontrolle über den Anleger beim traditionellen Anbieter und auch das Einnahmepotential ist attraktiv. Der Nachteil gegenüber dem ersten Beispiel ist, dass man diese Kunden weiter verwalten muss und damit weiterhin Kosten hat. Das Beispiel Zwei ist daher eher für Kunden geeignet, die man nicht unbedingt dauerhaft verlieren möchte,



aber auch für die Gewinnung von Neukunden, denen man moderne, stark online-unterstützte Anlagemöglichkeiten bietet.

## 2. Private-Label (PL) Lösungen

PL-Beispiel 1: Die Nutzung einer existierenden Robo-Plattform unter eigenem Label ist der typische Private Label Fall. Bei einer solchen Lösung werden typischerweise nur die Standard-Portfolios vom Robo-Partner angeboten und das Pricing wird durch die direkt vergleichbaren Preise für die Portfolios des Robo-Advisors begrenzt. Damit ist das Einfluss- und Einnahmepotential für den traditionellen Partner begrenzt. Allerdings sollte die Lösung relativ schnell und kostengünstig umsetzbar sein. Wenn ein effektiver Schutz der Kunden des traditionellen Anbieters besteht, ist diese Private Label Lösung auch für die Neukundengewinnung geeignet. Allerdings bestehen relativ wenige Differenzierungsmöglichkeiten vor allem im Vergleich zu den Angeboten der Robo-Plattform.

PL-Beispiel 2: Diversifikator bietet eine „Full-Service“ Lösung an. Dabei kann im weitestgehenden Fall ein Robo-Advisor mit dem vom traditionellen Partner gewünschten Branding, Portfolio- und Toolangebot, Service-Level, IT-Modell und einer passenden Depotbank „compliancekonform auf der grünen Wiese“ gestartet werden. Eine rechtliche, IT- und Prozessintegration ist nicht erforderlich, kann aber jederzeit erfolgen. Das ist eine im Vergleich zur sofortigen Integration relativ schnelle und anders als PL-Beispiel 1 eine voll adaptier- und skalierbare Kooperationsmöglichkeit.

PL-Beispiel 3: Schneller und vor allem kostengünstiger ist es, nur eine eigene Private-Label Webseite aufzusetzen. Damit können Portfolios unter eigenem Label und Pricing angeboten werden. Die sogenannten „most-passive“ Portfolios von Diversifikator sind dafür besonders geeignet, weil sie voll transparent sind. Außerdem kommen sie mit möglichst wenigen Handelsaktivitäten aus und sowohl Selbstentscheider als auch Berater haben nur sehr wenig Aufwand mit der Implementierung der Portfolios. Im Gegensatz zu den PL-Beispielen 1 und 2 wird dabei auf einen voll automatisierten Serviceumfang verzichtet und alle Anleger werden weiterhin vom traditionellen Anbieter erfasst und betreut.

## ROBO-ADVISORS SIND FÜR DIREKTANKEN NUR BEDINGT ATTRAKTIV

Robo-Advisors und Direktbanken: Das hört sich an, als würde es zusammenpassen. Das muss aber nicht so sein. Bei Robo-Advisors geht es ja um Beratung. Und etliche Direktbanken wollen zwar online Geldanlagen möglichst weitgehend automatisiert anbieten, aber sie wollen Anleger nicht beraten.

Das liegt zum Beispiel daran, dass es im selben Konzern andere Einheiten, z.B. klassische Banken mit Filialnetz gibt, die nicht möchten, dass die Direktbank berät. Das liegt aber auch daran, dass Beratung aus regulatorischen Gründen umfassende Dokumentationen und Überwachungen erfordert, die Direktbanken aus Kostengründen gerne vermeiden möchten. Direktbanken positionieren sich daher lieber als Banken für Selbstentscheider.

Eine beratungsfreie Direktbank wird daher keinen eigenen Robo-Advisor anbieten. Aber sie kann Robo-Elemente zur Unterstützung für Selbstentscheider nutzen: Finanzplanungs-Tools,

Risikoeinschätzungstools, Portfolioselektionstool und ein Portfolio-Implementierungstool. Oder die Bank kann auf einen externen Robo-Advisor verweisen, dem Kunden zugeführt werden. Dann findet die automatisierte Beratung außerhalb der Bank statt. Dabei muss die Bank aber sicherstellen, dass sie ihre Kunden nicht an den Robo-Advisor verliert. Und die Direktbank muss auch sicherstellen, dass sie an den Kunden weiterhin verdient, denn die Alternative zum externen Robo-Angebot sind ja bankinterne Angebote.

Klassischen B-C (Business to Consumer) Robos dürfte es schwer fallen, Direktbanken zu Kooperationen zu bewegen, es sei denn, sie sind zum Teilen ihrer Servicegebühren bereit und können die Kundenvertraulichkeit zweifelsfrei sicherstellen. Dabei stehen sie im Wettbewerb mit klassischen Fondsanbietern, die teils hohe Provisionen an Direktbanken zahlen. Auf der Webseite der ING-DiBa beispielsweise wird transparent ausgewiesen, wie viel Provision die Bank an den jeweiligen Fonds verdient. So liegen die laufenden Gebühren oft bei 0,5% p.a. und mehr. Das kann für die Bank sehr attraktiv sein. Dazu kommen teilweise noch einmalige Ausgabeaufschläge. So viel können B-C Robo-Advisors wohl kaum zahlen.

## VERMÖGENSVERWALTER KÖNNEN MIT „ROBO-SUPPORT“ STARK WACHSEN

Robo-Support ist der wesentliche Treiber eines 22%igen Kundenwachstums von registrierten US Vermögensverwaltern im letzten Jahr. Das ist jedenfalls die Erklärung aus dem Report „2016 Evolution Revolution“ der US Investment Advisor Association und des National Regulator Service (hier: S. 6 und 15)<sup>226</sup>. Der Report wertet die offiziellen Berichte von fast 12.000 registrierten Beratern aus.

„A substantial part of this increase can be attributed to two trends, both related to the rise of automated investment advice models—the provision of automated advice to retirement plan participants and the growth among advisers using websites and/or mobile device apps to reach a greater number of clients with lower investment balances“ (S. 15).

Robo-Support wird auch von großen Vermögensverwaltern sehr erfolgreich eingesetzt: „Six ... of the top 100 advisers by number of clients fit this description. These six ... advisers alone collectively reported nearly 1.2 million additional clients in 2016“.

Keine Überraschung dagegen ist die Tatsache, dass die Zahl der registrierten „reinen“ Online Robo-Advisors um fast 60% auf insgesamt 126 gestiegen ist (S. 15).

Die Vereinigung der US Vermögensverwalter und die Aufsichtsbehörde erwarten einen weiteren Anstieg von Robo-Support bzw. Des hybriden Modells und von reinem Online Robo-Advice: „The trend toward automated advice —both as a standalone model and incorporated into “human touch” businesses—is likely to continue, driven by investor demographics, fee pressure, and increasing costs“ (S. 5).

---

<sup>226</sup> 2016 Evolution Revolution, A profile of the investment advisor profession, by Investment Advisor Association und National Regulatory Services, vom 23.8.2016 („Evolution Revolution and its findings are based on Form ADV, Part 1 data filed by all SEC-registered investment advisers as of April 8, 2016. Advisers are required to file specific information electronically using the Investment Adviser Registration Depository (IARD) system“

In Deutschland spricht die Überalterung der Gesellschaft gegen eine so starke Zunahme von solchen Angeboten. Andererseits steigt die Online-Affinität durch die zunehmende Zahl von Anlegern, die seit ihrer Kindheit Online aktiv sind. Steigende Personal- und Regulierungskosten sind auch in Deutschland ein Problem für Vermögensverwalter. Die IT Kosten sind allerdings differenziert zu sehen. Einzelne Services können immer günstiger automatisiert werden. Allerdings führt die zunehmende Zahl von automatisierten Services tendenziell zu höheren IT-Kosten für Vermögensverwalter. Und auch Preisdruck durch die Provisionsverbotsdiskussion und die Zunahme von klassischen ETF- und Smart-Beta Angeboten ist in Deutschland ein Thema. Es spricht also viel dafür, dass „Robo-Support“ auch für deutsche Vermögensverwalter ein wichtiges Thema wird.

„Automated advice to retirement plan participants“ dagegen gibt es in Deutschland meines Wissens, vielleicht mit der Ausnahme von Fairr, noch gar nicht. Auch hierfür gibt es ein großes Wachstumspotential. So leidet die Verbreitung von privater beziehungsweise betrieblicher Altersvorsorge an relativ hohen Erklärungs- bzw. Vertriebskosten. Automatisierung kann diese Kosten nennenswert senken und so das Kundenpotential erheblich ausweiten.

Klassische Vermögensverwalter mit KWG-Lizenz<sup>227</sup> dürfen Kundenvermögen eigenständig und/oder im Kundenauftrag verwalten. Das Geschäftsmodell ist typischerweise auf individuelle Vermögensverwaltungen ausgerichtet, d.h. jeder institutionelle oder Privatkunde erhält ein individuell gemanagtes Portfolio. Die Anleger können, sofern sie es wünschen, über ihre Portfolios mitbestimmen. Die Individualität hat aber auch Nachteile. Der Vermögensverwalter kann so nur schwer zeigen, dass er etwas besonders gut kann bzw. was er besonders gut kann, denn die Anleger möchten üblicherweise nicht, dass ihre Portfolios öffentlich gemacht werden. Außerdem bestimmen die Anleger über ihre Portfolios mit, so dass auch eine anonymisierte Aggregation der Portfolioperformances wenig aussagefähig ist.

Außerdem ist ein relativ großes Vermögen nötig, um eine individuelle Vermögensverwaltung, die sehr aufwändig sein kann, effizient und zur Kunden- und Vermögensverwalterzufriedenheit umzusetzen. Viele Vermögensverwalter sind daher dazu übergegangen, eigene Fonds anzubieten, in denen Anlagen mehrerer Kunden gepoolt werden. Solche Fonds sind oft als Publikumsfonds ausgestaltet und damit relativ transparent. Aber solche Fonds sind auch relativ teuer in der Auflegung und in der Verwaltung und lohnen sich daher oft erst ab ca. EUR 10 Millionen Anlagevolumen. Die Anzahl der Fonds, die ein Vermögensverwalter auflegen kann, ist damit begrenzt.

Um die Vermögensverwalterleistungen zu zeigen, ist eine Veröffentlichung von Musterportfolios eine Alternative zur Auflegung von Fonds. Musterportfolios sind viel günstiger aufzusetzen als Fonds. Aber auch Musterportfolios können in der Betreuung aufwändig sein. Das ist besonders dann der Fall, wenn viele Daten/Informationen benötigt werden, die Entscheidungen für die Musterportfolios nicht automatisierbar sind und wenn in den Portfolios viel gehandelt wird.

Musterportfolios kann man zum Beispiel mit Plattformen wie Wikifolio oder United Signals technisch effizient umsetzen. Wenn hohe Renditen erzielt werden, kann man über solche Plattformen auch Aufmerksamkeit für die Portfolios generieren. Viele KWG-regulierte

---

<sup>227</sup> KWG Kreditwesengesetz

Vermögensverwalter legen jedoch Wert auf Risikobegrenzung in den Portfolios ihrer Kunden und werden daher mit ihren Musterportfolios kaum übermäßig hohe Renditen erwirtschaften. Damit werden sie auf den Ranglisten von Wikifolio et al. selten in den Renditeranglisten oben stehen und über solche Plattformen wohl kaum nennenswerte zusätzliche Aufmerksamkeit für ihre Services erreichen. Sie könne ihre Bestandskunden und Interessenten allerdings auf ihre Portfolios auf solchen Plattformen hinweisen und damit zusätzliche nachprüfbare „Track-Records“ schaffen. Ein Risiko dabei ist, dass der Kunde des Vermögensverwalters dort zahlreiche andere Portfolios sieht, die auf den ersten Blick besser laufen als die Portfolios seines Verwalters.

Zusätzliche daten- und handelsintensive Portfolios sind also nur mit hohem Aufwand und erheblichen Risiken umsetzbar. Portfolios mit geringen Daten- und Handelsanforderungen können allerdings gut zusätzlich als Musterportfolios auf einer eigenen Online-Plattform angeboten werden. Das Risiko, gegenüber anderen Portfolios schlecht abzuschneiden, besteht jedoch weiterhin. Es ist geringer, wenn nicht zu viele fremde Portfolios im direkten Vergleich zu sehen sind und wenn es nicht nur um hohe Renditen geht. Die Musterportfolios sollten aber trotzdem gut sein und idealerweise auch innovativ.

Um eine solche Präsenz herzustellen, kann man auch eine Private Label Lösung nutzen, also ein Online Angebot unter eigener Marke. Diversifikator bietet solche Private-Label Lösungen an, bei denen Vermögensverwalter eigene Portfolios neben die von Diversifikator online stellen können. Auch eine Plattform mit Portfolio-Implementierungsunterstützung, die unter der Marke des Vermögensverwalters auftritt, kann schnell und kostengünstig umgesetzt werden. Damit kann der Vermögensverwalter seinen Kunden effizient „7/24“ Zugang zu weiteren Portfolios ermöglichen.

Man kann aber auch auf eigene Online Portfolios verzichten und seinen Kunden in Kooperation mit einem Robo-Advisor dessen Portfolios anbieten. Dafür muss der Robo-Advisor aber auch ausgerichtet sein. So sollte der Vermögensverwalter an den Kunden verdienen, die er auf die Robo-Plattform bringt. Außerdem sollte der Vermögensverwalter darauf achten, dass die Daten seiner Kunden vertraulich behandelt werden.

## ROBO-ADVISORS SIND AUCH FÜR DEUTSCHE ASSET-MANAGER INTERESSANT

Asset-Manager mit BAFin Lizenz dürfen Investmentfonds managen. Anders als viele Vermögensverwalter mit KWG-Lizenz, die Portfolios managen und Kunden beraten, haben sie meist nur ein „Standbein“, nämlich das Asset-Management. Full-Service Robo-Advisors wiederum managen ebenfalls Portfolios und beraten Anleger. Das sieht eher nach Konfrontation als Kooperation zwischen Asset-Managern und Robo-Advisors aus. Das muss aber nicht so sein: Fidelity hat eMoney gekauft, Vanguard hat einen eigenen Robo-Advisor aufgebaut, Invesco hat Jemstep akquiriert und Blackrock hat Future Advisor übernommen. Dafür wird es gute Gründe geben, denn diese Robo-Advisors waren nicht billig zu haben. In Deutschland geht die Übernahme von Easyfolio durch Hauck & Aufhäuser offenbar in eine ähnliche Richtung.

Was bringt ein Robo-Advisor einem Assetmanager? Zunächst denkt man dabei an den Online-Verkauf bestehender Fonds des Asset-Managers. Robo-Advisors zeichnen sich üblicherweise dadurch aus, dass sie sehr günstige Portfolios aus einem sehr breiten Spektrum von ETFs anbieten. Damit können von den oben genannten Firmen Vanguard, Schwab und

die Blackrock-Tochter ishares mit ihren sehr breiten Paletten als günstig geltender ETFs werben. Andere Assetmanager mit überwiegend relativ teuren, aktiv gemanagten und oft nur schwer zu erklärenden bzw. kaum vom Wettbewerb unterscheidbaren Produkten würden mit dem Verkauf ihrer Produkte über eine eigene Robo-Plattform an Neukunden wohl nicht unbedingt erfolgreich sein.

Ihre eigenen Fonds günstiger über Robo-Plattformen an Bestandskunden zu verkaufen, kann aber auch nicht im Sinn der Anbieter sein, weil sie sich damit möglicherweise selbst zu viel Konkurrenz machen. Vielleicht lohnt sich das für Anbieter mit einer großen Fondspalette und einer geringen sogenannten Cross-Selling Quote. Eine breit gestreute teure Werbung für kostengünstige Robo-Angebote von Bestandsprodukten dürfte aber auch für Anbieter großer Produktpaletten unattraktiv sein. Was sich für große Assetmanager aber rechnen kann ist, Bestandskunden zusätzlich zu ihren meist „aktiven“ Fonds günstige passive Fonds bzw. ETFs, z.B. solche mit neuem Faktor- bzw. Smart-Beta-Ansatz, die der Asset-Manager sonst nicht im Angebot hat, effizient über eine Online bzw. Robo-Plattform anzubieten.

Aber eines der Probleme selbst von großen von Assetmanagern ist, dass sie ihre Kunden in den Publikumsfonds gar nicht unbedingt kennen, sofern sie nicht direkt vertreiben, was die Ausnahme ist. Meistens bieten sie ihre Produkte über Banken und andere Vertriebswege an. Die Kunden können also nicht direkt angesprochen werden, sondern müssen über andere Wege angeworben werden.

Kleine Asset-Manager mit wenigen Fonds haben zudem oft nur wenige Bestandskunden. Sie werden vor allem darauf aus sein, Neukunden zu akquirieren. Wenn ihre Fonds online gut verkäuflich sind, kann ein Robo-Ansatz als besonders stark unterstützte Online-Vermarktung, attraktiv für sie sein. Online einfach vermarktbar sind aber nur attraktive und leicht erklärbare Produkte, also vor allem regelbasierte Produkte oder Produkte mit langem gutem Track-Record. Es gibt nicht viele kleine Assetmanager mit eigenem Bestand an Endkunden, passenden Produkten und einem ausreichenden Marketingbudget für die Neukundenakquise, um ein solches Modell erfolgreich zu machen. Große ausländische Assetmanager haben es in dieser Beziehung aber eventuell leichter mit dem Markteintritt in Deutschland: So ist der US Asset-Manager Dimensional mit seinen Fonds sogar schon auf mehreren deutschen Robo-Plattformen vertreten.

Eigene Robo-Advice Angebote oder auch Private-Label Lösungen sind daher nur von ganz wenigen Asset Managern zu erwarten, am ehesten noch von finanzstarken ausländischen Assetmanagern mit einer bisher geringen Präsenz in Deutschland und mit Fokus auf ETFs oder regelbasierte Smart-Beta Produkte. Kleine Assetmanager können versuchen ihre Produkte auf bestehenden Robo-Plattformen zu vermarkten, aber auch das wird enge Grenzen haben.

Für alle Asset-Manager gilt aber das zu den Vermögensverwaltern gesagte in Bezug auf Musterportfolios: Online- bzw. Robo-Plattformen können eine gute Testbasis für neue Produkte sein. Was daher kommen könnte sind Fonds, die erfolgreiche Online-Musterportfolios verpacken und zum Beispiel mit einem zusätzlichen Risikomanagement versehen, welches mit Musterportfolios nur schwer umzusetzen ist.



## VERSICHERUNGEN SOLLTEN MIT ROBO-ADVISORS KOOPERIEREN

Versicherungen haben viele Sorgen. Und Robo-Advisors scheinen für die meisten von ihnen nicht auf der Agenda zu stehen. In den USA gibt es mit Northwestern Mutual aber mindestens eine Versicherung, für die das anders ist. Sie hat Learnvest gekauft, einen großen Anbieter von Finanzplanungssoftware. Und es sieht so aus, als wenn daraus ein Robo-Advisor mit Unterstützung durch persönliche Beratung werden könnte. So gibt es heute schon „A dedicated financial planner, available to you 24/7 via email“ und „Online tools, classes, and articles to help you put the advice into action“<sup>228</sup>.

Macht eine Zusammenarbeit von deutschen Versicherungen mit Robo-Advisors Sinn? Für manche Anbieter kann das durchaus überlegenswert sein. So sind Lebensversicherungen seit Langem wichtige Anbieter von Kapitalanlageprodukten. Seitdem die Zinsen sehr niedrig und die Kapitalgarantiekosten gestiegen sind, stehen Kapitalanlageprodukte mit voller Garantie nicht mehr im Fokus der Lebensversicherungen. Diese bieten daher zunehmend Kapitalanlageprodukte ohne bzw. mit stark reduzierten Garantien an. Der Vertrieb solcher Produkte erfolgt über Banken, Ausschließlichkeitsvertriebe, Partner-Vertriebe und/oder Online.

Viele der Zielkunden haben inzwischen Smartphones oder sind offen für andere Formen der Onlinenutzung. Während Insurtech vor allem mit dem Fokus Online-Vermarktung von Sachversicherungen diskutiert wird, gibt es zum Thema Online-Vertrieb fondsgebundener Produkte aktuell nicht viel Neues. Aber es gibt ja auch schon einige derartige Online Angebote von Direktversicherungen.

Im Vergleich zu Robo-Advisors, die Interessenten online sehr einfache und kostengünstige Kapitalanlagemöglichkeiten bieten, erscheinen bisher reine Online bzw. Direktversicherungen nicht besonders kundenorientiert in Bezug auf die „User Experience“, die sie bieten, also die Online-Nutzerfreundlichkeit. Auch die Ausgestaltung der angebotenen Kapitalanlage-Produkte ist nicht immer überzeugend. So sind nicht unbedingt immer die besten Fonds in Policen vertreten<sup>229</sup>.

Wenn man eine fondsgebundene Versicherungspolice sucht, die nur ETFs nutzt – und zwar ohne eine Verpackung in manchmal teure Dachfonds, wird man nicht so einfach fündig. Und wenn man versucht, die Asset-Allokation einer fondsgebundenen Lebensversicherung nachzuvollziehen, ist das auch nicht immer einfach möglich. Wenn man dann noch nach überzeugenden ESG (Environment, Social, Governance) Angeboten sucht, wird das Angebot ganz dünn.

Versicherungen, die Kapitalanlageprodukte anbieten, sollten sich deshalb mit dem Thema Robo-Advisor beschäftigen, die ja überwiegend transparent günstige ETF-Portfolios mit starkem Online Support anbieten. So könnte eine Versicherung eine Police anbieten, die ein „Robo-Portfolio“ beinhaltet. Der Anleger kann mit Hilfe eines Robo-Advisors eine Finanzplanung machen, sein Risikoprofil bestimmen und ein Portfolio aussuchen. Vielleicht,

---

<sup>228</sup> Quelle: [www.learnvest.com](http://www.learnvest.com) vom 23.4.2016

<sup>229</sup> siehe Feri EuroRating Studien zu fondsgebundenen Versicherungen im Allgemeinen, z.B. vom 11.5.2015



und das gibt es meines Wissens noch nicht online, kann er künftig auch eine passende Versicherungspolice dazu auswählen.

Finanziell kann das für den Anleger attraktiv sein. Lebensversicherungen bieten immer noch Steuervorteile, selbst wenn es sich oft nur um eine in die Zukunft verlagerte Besteuerung zu dann aber potentiell niedrigeren Steuersätzen in der Rentenphase handelt.

ETF-gebundene Versicherungspolicen sind nicht nur wegen der günstigen ETFs attraktiv. In der Police entfällt die Umsatzsteuer, die bei ETF-Portfolios ohne „Verpackung“ als Police oder Fonds anfällt und auch die Portfolio-Implementierungskosten werden für Anleger geringer, da Portfoliotransaktionen von Versicherungen gebündelt umgesetzt werden können. So müssen sie nur eine Police kaufen statt mehrere ETFs direkt einzeln zu kaufen und diese dann auch noch zu rebalanzieren bzw. umzuschichten. Bei Versicherungen herrschen zudem monatliche Einzahlungen vor. Banksparpläne auf Portfolios mehrerer ETFs sind bisher noch selten, so dass sich ETF-gebundene Policen derzeit sogar noch inhaltlich von Bankprodukten abheben können.

Deutsche Anleger werden bei der Kapitalanlage auf absehbare Zeit nicht völlig auf Beratung verzichten wollen. Versicherungen mit ihrem Zugang zu oft mehreren Vertriebswegen bzw. Beratungskanälen können das gut nutzen, indem sie Online-Kapitalanlageangebote mit Beratung kombinieren. So kann der Bankberater oder auch der bankunabhängige Berater eine fondsgebundene Versicherung wahrscheinlich einfacher verkaufen, wenn der Kunde sich vor Abschluss des Geschäftes online detailliert über das Angebot informieren kann. Durch den Zugang zu Beratung über viele Wege macht auch für Robo-Advisors eine Kooperation mit Versicherungen Sinn. Es muss nur sichergestellt werden, dass die Beratung bzw. Vertriebsleistung, die von der Versicherung geleistet bzw. organisiert wird, auch honoriert wird. Aber das ist grundsätzlich machbar.

Besonders interessant wäre es für Versicherungen, wenn es ihnen so gelingen würde, nicht nur relativ teuer zu akquirierendes Neugeschäft zu machen, sondern auch das Geschäft mit Bestandskunden effizienter zu halten und auszubauen. Dazu sollten sie unter anderem versuchen, einen größeren Anteil an den Geldern aus auslaufenden Lebensversicherungen zur Wiederanlage zu akquirieren. Der Anteil der Versicherungen an diesem attraktiven Anlagepool ist heute ziemlich gering. Viele der meist über 50jährigen Versicherungsnehmer solcher auslaufenden Lebensversicherungen sind sogenannte Best Ager und ziemlich internetaffin<sup>230</sup>.

Versicherungsvermittler bzw. -Makler, die keine zusätzlichen Genehmigungen haben, dürfen nur Versicherungen vermitteln bzw. makeln. Viele von ihnen beschäftigen sich aber schon seit Jahren intensiv nicht nur mit dem Thema der Risikoabsicherung durch Versicherungslösungen sondern auch mit anderen Formen der Absicherung, z.B. durch Kapitalanlagen bzw. sparorientierte fondsgebundene Versicherungen.

Robo-Advisors bieten mehrere Services an, die Versicherungsexperten beim Verkauf von fondsgebundenen Produkten helfen können. So nutzen Robo-Advisors kostengünstige und zunehmend populäre ETFs für ihre Angebote, die Versicherungsprofis von ihren

---

<sup>230</sup> Statista: Best Ager (Generation 50plus) in Deutschland nach Zustimmung zu verschiedenen Aussagen über Medien und Mediennutzung im Jahr 2013“ auf [www.statista.com](http://www.statista.com)

Versicherungspartnern bisher oft noch nicht angeboten werden. Außerdem stellen Robo-Advisor 7 Tage die Woche und 24 Stunden am Tag Informationen bereit, die Anlegern aber auch den Versicherungsexperten helfen können, Anlageentscheidungen vorzubereiten bzw. zu treffen.

## ROBO-ADVISORS ZUR FONDSVERMITTLER- UND BERATER-UNTERSTÜTZUNG

Fondsvermittler (Finanzanlagenvermittler) dürfen Fonds vermitteln, Honorar(finanzanlagen)berater zu Fonds beraten. Beide Gruppen werden einerseits durch Robo-Advisors bedroht, können aber andererseits auch von Robo-Advisors profitieren. Der erste Aspekt ist schon viel diskutiert worden. Typische Robo-Advisors automatisieren den kompletten „Beratungs-“ und Anlageprozess, so dass Vermittler und Berater nach Aussagen der Anbieter von Robo-Plattformen überflüssig werden. Soweit das Kunden mit kleinem Anlagepotential betrifft, die nicht profitabel von Vermittlern und Berater bedient werden können, stört diese das nicht. Bei profitablen Kunden bedroht das Berater und Vermittler aber durchaus.

Bisher habe Robo-Advisors noch sehr wenige Kunden. Das gilt auch für die meisten Robo-Advisors in den USA. Die Kunden der Robo-Advisors sind jedoch oft nicht unbedingt die jüngsten und sie haben durchaus attraktive Anlagebeträge bei den Robos. In den USA, und in Deutschland zumindest bei den sogenannten Vermittlerpools, scheint sich die Erkenntnis durchzusetzen, dass eine gute online (Robo) Unterstützung für Vermittler und Berater sehr interessant sein kann. Je mehr der Anleger online lernt und selbst macht, desto stärker kann sich der Berater auf die wichtigen Beratungsaspekte wie die Finanzplanung konzentrieren. Und Anleger wollen offenbar nicht zu 100% online alleine gelassen werden, denn nicht immer können alle ihre Fragen online sofort zufriedenstellend beantwortet werden.

Berater, die vom Kunden direkt bezahlt werden, haben Anreize, Kunden möglichst günstige Portfolios zu empfehlen, da die Performance solcher Portfolios durch die niedrigen Kosten besser sein sollte als die von teureren Angeboten. Es ist zudem bekannt, dass sogenannte aktive Fonds ihre Benchmarks nur selten schlagen. ETF-Portfolios sind daher für Honorarberater besonders attraktiv.

Vermittler werden vom Produktgeber bezahlt. Sie haben dementsprechend Anreize, Fonds mit hohen Provisionen zu verkaufen und wenige Anreize, einzelne ETFs zu vermitteln. Allerdings lassen sich nur gute aktive Fonds einfach verkaufen. Und ETFs können als ETF-Portfolios, die Provision ermöglichen, auch für provisionsorientierte Vermittler attraktiv sein. Und je besser Fonds bzw. (ETF)Portfolios online-unterstützt bzw. vorverkauft werden, desto eher werden sie von Beratern und Vermittlern akzeptiert werden.

Die meisten Robo-Plattformen sind im Endkundendirektgeschäft (B-C) aktiv. Erst wenn es Angebote wie in den USA mit Betterment Institutional gibt, die zusätzliche Einnahmen für Berater und Vermittler vorsehen, wird die Kooperation von Beratern und Vermittlern mit Robo-Plattformen attraktiv.

Eines der interessantesten Kompensationsmodelle ist das „asset-based“ Servicegebührenmodell, welches für vermögende Anleger im traditionellen Geschäft heute auch in Deutschland üblich ist. Der Endkunde bezahlt eine Gebühr, die auf Anlagevolumensbasis berechnet wird. Dann muss der Honorarberater nicht jede Minute seiner

Beratung extra verkaufen bzw. rechtfertigen und der Vermittler kann unabhängig von Anbieterprovisionen agieren. Für letzteren wird damit auch das Angebot günstiger ETFs bzw. ETF-Portfolios attraktiv. Dabei sollten Berater und Vermittler darauf achten, dass die Robo-Plattformen sehr sorgfältig mit den Daten ihrer Kunden umgehen und diese Informationen nicht irgendwann nutzen, um die Berater und Vermittler zu umgehen.

## ROBO-SUPPORT FÜR BERATER VERMÖGENDER ANLEGER

Robo-Advice ist eigentlich die automatisierte Online-Beratung mit Fokus auf junge Anleger, die menschliche Berater überflüssig machen soll. Daher ist der Inhalt der Überschrift zu diesem Kapitel erstaunlich. Befragungsergebnisse resultieren ja auch nicht immer in Aktivitäten und US Erfahrungen sind nicht immer und vor allem nicht sofort auf Deutschland übertragbar. Allerdings wurden über 400 Beratungsunternehmen gefragt und zwar nicht irgendwelche, sondern sogenannte Elite Berater. Elite Berater sind besonders große Unternehmen, von denen über 50% mehr als 50 Millionen Dollar pro durchschnittlichem Kunden und 65% Anlagevolumina von insgesamt mehr als einer Milliarde Dollar betreuen. In 2015 waren es „erst“ 46%, die gesagt haben, dass Robo-Advice sie unterstützen kann<sup>231</sup>.

Bei den befragten US Firmen steht die Akquisition neuer und jüngerer Kunden im Vordergrund. Das ist auch das Kundensegment, auf das sich viele amerikanische und deutsche Robo-Advisors im Marketing konzentrieren. Wenn man allerdings analysiert, wie alt ein Kunde eines Robo-Advisors im Schnitt ist und wie viel Vermögen er vermutlich hat, wird man überrascht. Fast alle mir bekannten Berichte von Robo-Advisors in den USA und in Deutschland deuten darauf hin, dass der durchschnittliche Kunde männlich und über 40 Jahre ist und bereits über ein recht hohes Einkommen bzw. sogar schon ein relativ hohes Vermögen verfügt.

Was bedeutet das für deutsche Anlageberater? Sie sollten sich intensiv mit den Möglichkeiten von Robo-Advice Angeboten beschäftigen und zwar nicht nur für die Neukundenakquise, sondern auch für die Bestandsbewahrung bzw. den Ausbau des Geschäfts mit Bestandskunden. Die gute Nachricht: Der Aufbau eines eigenen Robo-Advisor Angebotes kann schnell und günstig erfolgen. Es gibt inzwischen einige Anbieter, die solche B-B Services anbieten.

In Bezug auf die selbe Studie heißt es aber auch: „Top advisors rejecting robo-advice model<sup>232</sup>.“ Tatsächlich sagen nur 9% der US „Elite“-Berater (aber 25% der anderen Berater), dass sie in den nächsten ein bis zwei Jahren Robo-Advice anbieten wollen. Hinzu kommen noch die 7-8%, die schon Robo-Advice anbieten. Das ist aber durchaus konsistent mit den anderen Antworten. So sehen sich nur 6% der Elite-Berater (16% der anderen Berater) als solche, die Technologien sehr früh annehmen. 41% (31%) warten erst mal ab, bis die ersten Vorreiter damit erfolgreich sind und 37% (35%) nutzen Technologien erst, nach sie „well-established“ sind.

---

<sup>231</sup>repräsentative Befragung von Blackrock und IN Research mit dem Titel „2016 Elite RIA Study“. RIA steht für registrierte Investmentberater. Ein Kommentar bzw. eine Analyse zu der Studie findet sich z.B. in Investment News vom 2. August 2016 mit dem Titel „Assets in robo-advice channel surge, as more RIAs prepare to jump in“.

<sup>232</sup>Investment News vom 9.8.2016

Wenn man sich die weiteren Antworten der Umfrage ansieht fällt auf, dass es offenbar noch eine erhebliche Unsicherheit gibt, welche Technologien den Kunden angeboten werden sollen. Die Entscheidung für die Art eines Robo-Advice Angebotes ist ja auch nicht einfach. Dabei geht es gar nicht primär um Technologie, sondern darum, wie man einen Robo-Advice aufbauen sollte. So gibt es sehr viele Unterscheidungsmerkmale für Robo-Advisors, aber nur sehr wenige davon sind technischer Art<sup>233</sup>.

Bei Diskussionen mit Banken bzw. Beratern zur Ausgestaltung möglicher White bzw. Private Label Robo-Advice Angebote wird klar: Viele Entscheidungen bzw. Festlegungen sind nötig und so kann es dauern, bis eine Bank bzw. ein Berater sich für eine konkrete Ausprägung bzw. einen Partner entscheidet

Kunden, die online aktiv sind, können sehr attraktiv sein: „Die Kundenprofitabilität liegt bei Banken mit überdurchschnittlich digital agierenden Kunden um 38 Prozent höher als bei Banken mit durchschnittlich digital agierenden Kunden. Treiber sind dabei nicht nur die Kosten (die bei digitaler Interaktion natürlich auch geringer sind), sondern auch die Erträge. Kunden mit hoher digitaler Interaktion haben höhere Volumina, nehmen mehr Produkte in Anspruch und sind demnach für die Institute interessanter als weniger digitalaffine Kunden.“<sup>234</sup>

Die aktuelle Befragung von über 5000 sehr vermögenden Privatkunden ergibt, dass die digitalen Kompetenzen bei der Auswahl von Beratern auch für sehr vermögende Anleger sehr wichtig sind. Es besteht außerdem eine hohe Bereitschaft seinen aktuellen Berater zu verlassen, wenn er nicht über ausreichende digitale Angebote verfügt. Über 50% des Nettogewinns der Berater sind laut Capgemini so bedroht<sup>235</sup>.

Es geht also nicht darum, dass Banken bzw. Berater oder Vermögensverwalter kein Robo-Advice anbieten wollen, weil sie es für eine schnell wieder verschwindende Modeerscheinung halten. Es geht auch nicht darum, dass sie Robo-Advice nicht anbieten wollen, weil sie es als schädliche Konkurrenz sehen. Meiner Meinung nach werden viele unabhängige deutsche Berater und Banken über kurz oder lang ganz sicher verstärkt beratungsunterstützende Online Services anbieten.

## AUCH TIPPGEBER KÖNNEN VON ROBO-ADVISORS PROFITIEREN

Tipgeber sind typischerweise ehemalige Vermittler bzw. Berater, die sich nicht nach KWG- bzw. Gewerbeordnung zulassen und beaufsichtigen lassen wollen, zum Beispiel weil sie nebenberuflich oder nicht mehr in Vollzeit tätig sind. Tipgeber haben oft ziemlich viel Erfahrung mit Kapitalanlagen und möchten an ihren Tipps natürlich gerne auch verdienen. Die Tipps erfolgen normalerweise nicht in Form von Anlagetipps an Endkunden sondern in

---

<sup>233</sup> In dem Blog-Beitrag vom 25.7.2016: „Deutscher Robo-Vergleich: Investmentphilosophien und andere Unterschiede“ werden 17 mögliche Unterschiede zwischen Robo-Angeboten genannt und kein einziger davon ist rein technisch, sondern alle sind konzeptioneller Art.

<sup>234</sup> Holger Sachse von der Boston Consulting Group in einem Interview von Hansjörg Leichsenring im Bank Blog vom 8.8.2016

<sup>235</sup> Capgemini Studie laut Bank Blog von Hansjörg Leichsenring vom 11.8.2016 mit dem Titel „Im Private Banking ist mehr Digitalisierung gefragt. Reiche Kunden verlangen digitale Lösungen für die Vermögensoptimierung“

Form von Hinweisen auf potentielle Geschäfte mit Endkunden an Vermögensverwalter, die reguliert sind. Von diesen werden die Tippgeber auch kompensiert, wenn der Tipp zu einem Geschäft für den Tippempfänger führt. Wenn Robo-Advisors für Tipps zahlen können, sind sie auch für Tippgeber interessant.

Einige Robo-Advisor sind nach §34f Gewerbeordnung zugelassen<sup>236</sup> und einige haben sogar eine aufwändigere KWG 32 Zulassung. Andere agieren unter einem sogenannten Haftungsdach. Nur wenige Robo-Advisors sind unreguliert und agieren als Musterportfolioanbieter.

Wenn Tippgeber zugelassenen Robo-Advisors Kunden zuführen, können sie von diesen kompensiert werden. Allerdings sind fast alle in Deutschland aktiven Robo-Advisors als B-C Modell aufgesetzt. Das heißt, sie liefern Services vom Robo-Advisor, dem „B“ wie Business, direkt an den Endkunden, also den Customer wie „C“. Und das bedeutet typischerweise, dass in ihren Gebührenmodellen keine Kompensation für fremde Berater oder Tippgeber vorgesehen ist.

Das ist bei einem B-B Modell wie dem von Diversifikator anders. Wenn der Anleger von einem regulierten Berater beraten wird, erfolgt die Bezahlung der Services von Diversifikator in der Regel über den Berater, der von der empfohlenen Gebühr von 1% p.a. typischerweise 0,75% p.a. für die Beratungsleistung behält und 0,25% p.a. an Diversifikator weiterleitet. Wenn der Berater einen Tippgeber entlohnt, reduziert sich seine Gebühr entsprechend. Sie ist aber wahrscheinlich immer noch höher als die Provision, die ein B-C Robo-Advisor zahlen will.

Der Tippgeber kann den Tipp zur Nutzung von Diversifikator theoretisch auch direkt an den Endkunden geben. Der Anleger möchte aber kaum sowohl an den Robo-Advisor als auch zusätzlich an den Berater und an den Tippgeber zahlen. Diesem „Dilemma“ begegnet Diversifikator, indem Anleger, die Tippgeber bezahlen, die Kompensation für den Tippgeber von der Vergütung an Diversifikator abziehen dürfen. Wenn der Kunde über einen Tippgeber zu Diversifikator kommt und keinen Berater nutzt, kann er selbst entscheiden, ob er von dem fälligen einen Prozent Gebühr nur 0,25% p.a. oder mehr an Diversifikator zahlt, er kann also bis zu 0,75% p.a. an den Tippgeber zahlen. Eine zusätzliche Dokumentation für Diversifikator ist dafür nicht erforderlich, denn Diversifikator arbeitet mit einem vertrauensbasierten Small-Data Ansatz. Dafür erhält der Anleger aber keine Beratung und auch keine Vermittlung, denn unregulierte Tippgeber dürfen nicht beraten bzw. vermitteln. Diversifikator empfiehlt daher, Berater zu nutzen, die natürlich auch adäquat kommentiert werden müssen.

Es stellt sich aber die Frage, ob Tippgeber diese Kompensation vom Endkunden annehmen dürfen oder ob sie damit aufsichtsrechtlich Probleme bekommen können. Solange der Tippgeber keine unerlaubte Beratung bzw. Vermittlung durchführt, sollte nichts dagegen sprechen. Ob das zutrifft, ist vom Tippgeber selbst zu prüfen. Was als Beratung bzw. Vermittlung gilt und was nicht, hat die BaFin ziemlich eindeutig bestimmt<sup>237</sup>. Tippgeber, die sich dafür entschieden haben, „nur“ Tippgeber zu sein und keine regulierten bzw.

---

<sup>236</sup> eine Zulassung eines „Robo-Advisors“ nach GewO § 34h ist bis Ende April 2016 nicht bei der BaFin eingetragen

<sup>237</sup> siehe z.B. Merkblätter der BaFin zu Anlageberatung, Anlagevermittlung und Abschlussvermittlung



zugelassenen Berater bzw. Vermögensverwalter, sollten sich mit diesen Vorschriften gut auskennen.

## ROBO-ADVISOR UNTERSTÜTZUNG FÜR DIE BETRIEBLICHE ALTERSVORSORGE (BAV)

Robo-Advisors unterstützen Anleger bei der privaten Kapitalanlage und damit auch bei der privaten Altersvorsorge. In Deutschland gibt es mit Fairr schon einen Anbieter, der die staatlich geförderten privaten Altersvorsorgeprodukte „Riester“- und „Rürup“ online anbietet. Über die betriebliche Altersvorsorge (bAV), also den dritten Weg neben der gesetzlichen und der privaten, habe ich bisher in Deutschland – außer bei Fairr – noch nichts in Zusammenhang mit Robo-Advisors gelesen. In den USA ist das jedoch ein großes Thema.

Das kann man feststellen, wenn man nach den Stichworten 401k, das eine verbreitete Form der betrieblichen Altersvorsorge in den USA, und Robo sucht<sup>238</sup>. Betterment, einer der bekannten Robo-Pioniere in den USA, ist bereits seit einiger Zeit in diesem Marktsegment aktiv. Kann das auch in Deutschland funktionieren?

Einiges spricht dafür. Betriebliche Altersvorsorge kann dann besonders effizient angeboten werden, wenn möglichst viele Mitarbeiter an möglichst einfach standardisierten Programmen teilnehmen. Eines der Hauptprobleme der betrieblichen Altersversorgung ist die Überzeugung von Mitarbeitern, sich an der bAV zu beteiligen, für die sie auf einen Gehaltsanteil verzichten müssen. Von Experten wird daher gerne das Opt-Out Modell empfohlen, um die Verbreitung der betrieblichen Altersvorsorge zu steigern. Opt-Out bedeutet, dass grundsätzlich jeder an der betrieblichen Altersvorsorge teilnimmt, der sich nicht explizit dagegen ausspricht. Damit wird erfahrungsgemäß ein viel höherer Anteil an Beschäftigten zur Teilnahme bewegt, als wenn nur die teilnehmen, die sich aktiv dafür entscheiden (Opt-In). Unabhängig vom Opt-In oder Opt-Out Ansatz kann man aber die betriebliche Altersvorsorge (bAV) mit der Hilfe von Robo-Advisors attraktiver machen.

Arbeitnehmer, die für die bAV überzeugt werden sollen, sollten nicht nur mit geldwerten Argumenten wie „der Betrieb unterstützt bAV finanziell“ geworben werden. Schließlich geht es darum, dass sie zunächst auf Lohn verzichten müssen, um hoffentlich in der Zukunft eine bessere Altersvorsorge zu haben. So muss insgesamt Folgendes geleistet werden:

- Der Mitarbeiter muss sich über die zusätzliche Vorsorgenotwendigkeit klar werden
- Der Mitarbeiter muss sich über sein Anlage bzw. Vorsorgepotential klar werden, d.h. er muss klären, auf wie viel Gehalt er unproblematisch verzichten kann
- Der Mitarbeiter muss sich eine adäquate Vorsorge- bzw. Anlagemöglichkeit aussuchen
- Die Anlage muss effizient implementiert werden, um nicht unter zu hohen Kosten zu leiden

All das machen Robo-Advisors schon heute für die privaten Kapitalanlagen und damit oft auch für die private Altersvorsorge (pAV). Arbeitnehmer können sich so grundsätzlich in Ruhe zu Hause auch am Wochenende über bAV Angebote informieren. Auch häufig

---

<sup>238</sup> s. z.B. David Armstrong, Robos in Retirement, [www.wealthmanagement.com](http://www.wealthmanagement.com) vom 18.4.2016



auftretende Fragen können standardmäßig mit Hilfe von so genannten FAQ beantwortet werden.

Die Standard-Aufklärung über bAV kann also online erfolgen, auch über Förderungen der Arbeitgeber zum Beispiel mit „Förderrechner“-Tools. Was allerdings typischerweise online nicht geleistet werden kann, ist die Beantwortung individueller Fragen. Dazu muss eine zusätzliche persönliche Beratung angeboten werden. Diese kann durchaus per Chat oder Video-Chat z.B. über Skype erfolgen. Das ist besonders für Unternehmen mit mehreren Standorten wichtig, um möglichst viele Mitarbeiter effizient erreichen zu können. Die Beratung bzw. die Berater können sich in diesem Fall aber auf die wichtigsten individuellen Fragen konzentrieren und auch mit Co-Browsing die Robo-Tools gemeinsam erklären und nutzen, um die Mitarbeiter zu informieren.

Auch die typische bAV Black-Box sollte transparenter gemacht werden: Man kann online erklären, wieso man sich als Betrieb für welche Produktpartner, also Versicherungen, Fondsanbieter bzw. Asset-Manager etc. entschieden hat und – bei größeren Betrieben – effizient auch mehrere bAV-Auswahlmöglichkeiten zur Verfügung stellen. Man kann erklären, wie man zu Asset Allokationen kommt. Man kann einfach Transparenz über die Zusammensetzung der Anlageportfolios herstellen und auch die Kosten auf allen Stufen und vor allem kann man Rechen-Tools anbieten, mit denen Arbeitnehmer ihre individuellen Situationen und Auswahlmöglichkeiten simulieren können<sup>239</sup>.

Auch für die betriebliche Altersvorsorge bietet sich daher der Einsatz von Robo-Advisors in Kombination mit persönlicher Beratung an.

## AUCH FIRMENKUNDEN KÖNNEN ROBO-ADVISORS NUTZEN

Fintechs bzw. Robo-Advisors können auch für Firmenkunden interessant sein. Firmenkunden bzw. die Manager von Firmenliquidität wollen zwar persönlich beraten werden und brauchen auch keine voll automatisierte Anlage. Aber Fintechs können z.B. bei der Identifikation der attraktivsten Cashanlage helfen.

Einige wichtige Elemente von Privatkunden-orientierten Robo-Advisors werden jedoch kaum gebraucht: Die Finanzplanung macht das Unternehmen sicher selbst und auch die Einschätzung der eigenen Risikotragfähigkeit muss selbst erfolgen. Aber bei den angebotenen Portfolios können Robo-Plattformen ihre volle Stärke auch für Firmenkunden ausspielen: Sie bieten meist besonders breit gestreute und kostengünstige Portfolios an, die im besten Falle auch sehr transparent in Bezug auf die Asset-Allokation und die ETF Selektion sind. Besonders kleine Unternehmen haben offline nicht immer einfachen Zugang zu so attraktiven Konzepten.

Bei einem Anbieter wie Scalable ist attraktiv, dass ein ausgefeiltes Kapitalanlage-Risikomanagement angeboten wird, welches moderner sein dürfte als das bestehende Risikomanagement vieler Firmen. Und Diversifikator bietet zum Beispiel ein ETF-basiertes breit gestreutes Responsible Investment (ESG) Portfolio an, welches zudem relativ geringe Abhängigkeiten von traditionellen Investmentfaktoren aufweist. Und Unternehmen stehen bei diesem Thema immer stärker in der Verantwortung. So würde es sich in Governance-

---

<sup>239</sup> z.B. nach dem Vorbild der Tools auf [www.dia-vorsorge.de](http://www.dia-vorsorge.de)

Berichten sicher gut machen, wenn ein Unternehmen von sich behaupten könnte, seine Kapitalanlagen würden ganz oder überwiegend „verantwortungsvoll“ erfolgen.

## ROBO-ADVISORS SIND AUCH FÜR STIFTUNGEN INTERESSANT

In Deutschland gibt es über zwanzigtausend Stiftungen. Die meisten von ihnen sind sehr klein. Nur sehr wenige verfügen über eigene Kapitalanlagespezialisten. Stiftungen ohne eigene Anlagespezialisten werden oft von stiftungserfahrenen Beratern in- oder auch außerhalb von Banken beraten. Stiftungen haben meist mehrere externe und interne Kapitalanlagevorschriften zu berücksichtigen. Diese besagen vor allem, dass Stiftungsgelder risikoarm und liquide angelegt werden sollen. Regelmäßige Ausschüttungen der Kapitalanlagen sind meist nicht unbedingt nötig, werden aber oft gewünscht. Stiftungen wünschen sich außerdem eine hohe Transparenz über ihre Kapitalanlagen. Zunehmend werden auch verantwortungsvolle bzw. ESG-Anlagen (ESG steht für Environment, Social, Governance) gewünscht.

Seit einigen Jahren gibt es sogenannte Stiftungsfonds, welche die Anlagevorschriften von Stiftungen erfüllen und insgesamt den Anlagewünschen von Stiftungen entsprechen sollen. Die meisten sind Mischfonds der SRRI bzw. KIID (Key Investor Information Document) Risikokategorie 3. Das heißt, diese Fonds haben in den vorangegangenen 5 Kalenderjahren eine relativ geringe Schwankungsanfälligkeit gezeigt. Die Rendite der Stiftungsfonds war aber in den vergangenen Jahren oft nicht besonders attraktiv. Einer der Gründe dafür könnten die relativ hohen Kosten vieler Angebote sein. Von manchen Beratern (z.B. Portfolio Consulting<sup>240</sup>) wird außerdem bemängelt, dass Stiftungen bei den Fonds nicht unter sich bleiben sondern auch Privatanleger Zugang zu den Stiftungsfonds haben. Das könne für unerwünschte Ab- und Zuflüsse bei den Fonds sorgen.

Ein Kritikpunkt an den Stiftungsfonds fehlt in der Analyse von Portfolio Consulting: Die meisten Stiftungsfonds verlassen sich auf (kurzlaufende) Anleihen als sogenannte risikofreie Anlage. Viele Anleihen sind aber trotz oft formal guter Ratings nicht risikofrei, wie man z.B. an der Eurokrise sehen kann. Mit den von zahlreichen Experten erwarteten steigenden Zinsen können Anleihen zudem nennenswerte Verluste aufweisen. Außerdem bringen kurzlaufende Anleihen seit einiger Zeit negative Zinsen mit sich, was sich auch auf die Stiftungsfonds negativ auswirkt.

Und was haben Robo-Advisor damit zu tun, die ja in ihrer Reinform automatisierte Geldanlagen für Kleinanleger anbieten?

Mir fallen kaum Argumente ein, warum Stiftungen, die sich für Stiftungsfonds interessieren, keine Robo-Advisors nutzen sollten. Ein Grund könnte der mangelnde Track-Record vieler Robo-Advisors sein. Aber ein vergangener Track Record ist nicht notwendigerweise ein guter Indikator für einen künftigen Track Record. Bei Diversifikator kommt hinzu, dass sogar die Asset Allokation passiv ist und damit der Track Record eine viel geringere Rolle spielt als bei aktiv gemanagten Fonds.

---

<sup>240</sup> Und Quelle zu in diesem Abschnitt genannten Zahlen ist generell: Thomas Schemken, PC Portfolio Consulting GmbH: Stiftungsfonds 2015, Allheilmittel für Stiftungen? Mai 2015

Mir fallen aber viele Argumente ein, warum Stiftungen sich Robo-Advisor Angebote ansehen sollten:

Das wird am Beispiel der von Diversifikator angebotenen Portfolios erläutert:

1. Robo-Advisors bieten meist sehr liquide diversifizierte Mischfonds auf Basis mehrerer ETFs an, auch in den von Stiftungen gewünschten SRRI Risikoklassen 3 und 4. Sogenannte Stiftungsfonds enthalten überwiegend Anleihen und einen relativ geringen Anteil an Aktien von Großunternehmen aus entwickelten Ländern. Das ist bei den meisten Robo-Advisors ähnlich. Diversifikator sieht Anleihen nicht als risikofreie Anlage an, sondern dafür wird „Cash“ genutzt. Diversifikator Portfolios sind zudem meist besonders breit diversifiziert und enthalten z.B. auch Immobilien-, Infrastruktur- und Private Equity-Aktien. Damit können auch kleine Stiftungen Zugang zu ansonsten illiquiden Anlagensegmenten bekommen.
2. Die von Robo-Advisors angebotenen Portfolios sind meist sehr kostengünstig im Vergleich zu Stiftungsfonds. Für Diversifikator-Portfolios werden inklusive Beratung 1% pro Jahr plus ETF-Kosten auf den Renditeanteil des Portfolios verlangt, der bei Stiftungen oft nur 30-50% betragen wird<sup>241</sup>, also 0,3 bis 0,5% p.a.. Für Stiftungen mit eigenen Kapitalanlageexperten, die keine externe Beratung nutzen, reduziert sich die Gebühr auf 0,25% p.a. auf den Renditeanteil zuzüglich der ETF-Kosten.
3. Die von Robo-Advisors angebotenen Portfolios sind meist ziemlich transparent. So legt Diversifikator sämtliche Regeln zur Allokation und ETF-Selektion und jederzeit auch alle Portfolios offen.
4. Robo-Advisors bieten zudem mehr oder weniger ausgefeilte Tools zur Risikoeinschätzung von Anlegern an, die auch von Stiftungen genutzt werden können. So verweist Diversifikator auf das wissenschaftlich basierte Tool auf [www.behavioral-finance.com](http://www.behavioral-finance.com). Resultat des Tools sind empfohlene SRRI Risikoklassen, nach denen auch Stiftungen Portfolios auswählen können.
5. Robo-Advisors nutzen meist ETFs, die Indizes direkt nachbilden und bei denen Zu- und Abflüsse von (Klein-)Anlegern in der Regel keinerlei negativen Auswirkungen für Stiftungen haben, allerdings können sich Großanlegeraktivitäten kurzfristig negativ auswirken.

Zumindest Diversifikator bietet schon seit Gründung ESG (Environment, Social und Governance-) Portfolios auf ETF-Basis an. Solche diversifizierten ESG-Lösungen sind meines Wissens bisher einmalig. Sogar das islamische Portfolio von Diversifikator kann für Stiftungen interessant sein, denn es enthält keine Finanzdienstleister und nur niedrig verschuldete Unternehmen. Selbst für größere Stiftungen gibt es mit dem Alternatives-ETF Portfolio eine neuartigen liquiden, diversifizierten und kostengünstigen Zugang zu Immobilien, Infrastruktur, und Private Equity.

Eine Kapitalanlage über einen Robo-Advisor kann auch unter Governance Aspekten für Stiftungen interessant sein, vor allem, wenn es von einem (externen) Stiftungsexperten überwacht und gegebenenfalls gesteuert wird.

---

<sup>241</sup> Der andere Teil der Anlage erfolgt in Cash bzw. Liquidität ohne Gebühren für Diversifikator

## ROBO-ADVISORS SIND AUCH FÜR FAMILY OFFICES ATTRAKTIV

Gegensätzlicher kann es kaum sein: Vereinfacht beschrieben bieten Family Offices persönliche und komplexe Services und Kapitalanlagen für Reiche und Robo-Advisors bieten online standardisierte Portfolios für Kleinanleger an. Das sieht nicht so aus, als wäre eine Zusammenarbeit interessant. Wenn man das Thema detaillierter analysiert, ändert sich das Bild jedoch.

Sogenannte Family Offices verwalten Familienvermögen. Professionelle Vermögensverwaltungen mit mehreren Angestellten lohnen sich erst ab mehreren hundert Million Euro Anlagevermögen. Aber auch Familien mit geringeren Vermögen lassen sich gerne von Profis beraten, die ihre speziellen Probleme kennen und lösen können.

Viele Familienvermögen werden in und mit Unternehmen erwirtschaftet. Unternehmerische Fragen aber auch Erbschafts- und Steuerthemen und Stiftungsthemen bzw. Schenkungen müssen daher adäquat berücksichtigt werden. Außerdem investieren Family Offices oft in komplexe Segmente wie Unternehmensbeteiligungen, Immobilien oder auch Hedge Fonds. Family Offices brauchen also hochqualifizierte Mitarbeiter, und die sind nicht billig. Daher haben selbst Family Offices großer Familien oft nicht sehr viele Mitarbeiter.

Banken und andere Anbieter bieten Family Office Services für mehrere Familienvermögen in Form von sogenannten Multi-Family Offices an. Auch Multi-Family Offices renommierter Anbieter sind allerdings nicht immer konfliktfrei, wie vergangene Diskussionen um Sal. Oppenheim zeigen.

Es gibt durchaus gute Gründe für Family Offices, Robo-Advisors zu nutzen. Auch Family Offices sind an günstigen Geldanlagen interessiert. In der Vergangenheit wurden dafür oft Spezialfonds für Familien aufgelegt. Selbst als sogenannte Umbrella-Konstruktionen mit separaten Teilvermögen für unterschiedliche Familienangehörige oder Investmentvorhaben haben diese Fonds einige Nachteile: Hoher Gründungsaufwand, relativ hohe laufende Kosten und vor allem hohe Mindestanlagen für Familienmitglieder, die anders als der Rest der Familie anlegen wollen. Viele der vermögenden Familien bestehen aus zahlreichen Mitgliedern mehrerer Generationen mit eigenen Vermögen außerhalb der Family Office Verwaltung und mit eigenen Zielen. Daher sind oft sehr flexible Geldanlagemöglichkeiten gefordert.

Die Performances der Kapitalanlagen von Family Offices sind für Externe nicht transparent. Es ist aber anzunehmen, dass sie auch nicht besser abschneiden als gute aktive Fondsmanager. Und selbst gute aktive Fondsmanager schlagen ihre Benchmarks dauerhaft nur sehr selten. Auch der Versuch, die besten fremden externen Geldmanager zu finden, ist aufwändig und schwierig. Vielleicht sollten sich Family Officer also auf illiquide Anlagen fokussieren und liquide Anlagen über Indexfonds umsetzen<sup>242</sup>. Oder sollten sich Family Officer sogar ganz auf Erbschafts-, Steuer- und philanthropische Themen fokussieren, bei denen sie wahrscheinlich mehr Wert für ihre Klienten schaffen können, als wenn sie sich selbst um die Geldanlage kümmern?

---

<sup>242</sup> Zu einem speziellen Anlagekonzept mit illiquidem Core und liquiden Satellites siehe Söhnholz, D. (2012): Renditenorientierte Diversifikation 2.0 und Risiko-Overlays: Prognosefreie systematische Umsetzung, Arbeitspapier Söhnholz Advisors GmbH, 27.6..

Für die liquiden Anlagen bieten sich individuelle Kombinationen von kostengünstigen ETFs zu eigenständigen Portfolios an. Allen – auch den jungen – Mitgliedern von oft geografisch weit verzweigten Familien gute persönliche Beratung zukommen zu lassen, ist gar nicht so einfach. Das wird insbesondere dann schwierig, wenn die Familienmitglieder Services außerhalb von üblichen Geschäftszeiten haben möchten oder wenn sie auch auf Reisen oder aus dem Urlaub, der nicht immer nur in Deutschland gemacht wird, Zugang zu ihren Anlagen haben wollen. Außerdem sind inzwischen Familienmitglieder aller Altersgruppen gewohnt, viel online machen zu können.

Kostengünstige Angebote mit permanentem Onlinezugriff sind aber genau die Stärke von Robo-Advisors. Was spricht also dagegen, wenn das Family Office Portfolios auch über Robo-Advisors einkauft bzw. seinen Familienmitgliedern anbietet? Als erstes muss sicherlich die Vertraulichkeit geklärt werden. Family Offices sind meist sehr öffentlichkeitsscheu und wollen die Privatsphäre ihrer Mitglieder bestmöglich schützen. Der ideale Robo-Advisor sollte also sicherstellen, dass die Daten der Anleger möglichst vertraulich behandelt werden.

Natürlich sollten die Robo-Portfolios auch attraktiv sein. Der typische Robo-Advisor bietet heute nur einige „Markowitz-optimierte“ Portfolios an, die meist nur wenige Anlagesegmente enthalten. Ausnahme ist z.B. das Bad Homburger Unternehmen Liquid, an dem das Multi-Family Office HQ Trust beteiligt ist. Liquid bietet auch Zugang zu alternativen Anlagen an.

Andere Robo-Produkte, die besonders interessant für Family Office Mitglieder sein könnten, sind „verantwortungsvolle“ Produkte. So bietet Diversifikator ESG ETF-Portfolios an, die es sonst bisher nicht in dieser Form gibt. Auch das „Alternatives“ Portfolio von Diversifikator mit Immobilien-, Infrastruktur, Forst-, sonstigen Rohstoff- und Private Equity Aktien aus der ganzen Welt könnte für „kleine“ Familienmitglieder attraktiv sein. In der nächsten Stufe sind dann möglicherweise individualisierte online ETF-Portfolios gefragt, die es in den USA schon gibt. Mit Robo-Advisors können Familienmitglieder so spielerisch und erzieherisch an Geldanlagen herangeführt werden.

Sind Robo-Advisors für Family Offices also doch kein Quatsch? Jedenfalls bin ich mit meiner Meinung nicht ganz alleine, wie eine Online-Suche mit den Stichworten „Robo“ und „Family Office“ ergibt.

## ANLAGEBERATER, ROBO ADVISORS ODER MODELLPORTFOLIOS: WER WIRD GEWINNEN?

Meine Idealvorstellung für die Kapitalanlage: Kombination der besten Finanzplaner mit den besten Modellportfolios, den besten Unterstützungstools und den besten Depotbanken. Dabei spielen Depotbanken eine entscheidende Rolle.

### **Die besten Finanzplaner bzw. Anlageberater**

Die besten Finanzplaner bzw. Anlageberater müssen sehr gut auf ihre Kunden eingehen. Unterschiedliche Kunden haben unterschiedliche Ansprüche und Ziele: Für relativ junge Anleger mit gutem Einkommen steht das Erreichen von Zielen wie der eigenen Wohnung, schöne Reisen, der Finanzierung attraktiver Freizeitaktivitäten und später die Kindererziehung und -ausbildung im Vordergrund. Dafür müssen auch Großrisiken wie Berufs-



/Arbeitsunfähigkeit abgesichert werden. Für etwas Ältere sind eine ausreichendes Einkommen bis zum Tod, die Erbschaftsstrukturierung und die Absicherung gegen Großrisiken wie teure Krankheiten wichtiger.

Schwerpunkt ist eine individuelle Finanzplanung. Dafür müssen die besten Anlageberater über gutes Versicherungs- und Steuer-Knowhow verfügen. Man kann nicht erwarten, dass sie gleichzeitig auch die besten Portfoliomanager sind. Aber sie müssen ihren Kunden helfen, die besten Modellportfolios, Unterstützungstools und Depotbanken zu finden.

### **Die besten Modellportfolios**

Der beste Anlageberater sollte für Kunden die jeweils besten Portfolios auswählen. Die Finanztheorie sagt, dass man allen Kunden ein optimales Portfolios aus nur zwei Bestandteilen bilden kann: Einem risikolosen Teil zur Absicherung und einem riskanten Anteil zur Renditegenerierung. Konservative Anleger erhalten dabei höhere Anteile an risikolosen Anlagen (zu dateninput- und modellabhängigen Fehlern von typischen Markowitz-Optimieren siehe z.B. „Pseudo Optimierer“ auf [www.diversifikator.com](http://www.diversifikator.com)).

Da risikolose Anlagen aber normalerweise nicht einmal die Inflation kompensieren, brauchen auch sehr konservative Anleger einige riskante Anlagen im Portfolio. Wenn man - so wie ich - kein sehr guter Prognostiker ist und auch keinen kennt, von dem man gute Prognosen einkaufen kann (Hinweis: Ich kenne niemanden von dem ich erwarte, dass er das künftig besonders gut kann, siehe „Dürfen Profis prognosefrei investieren?“<sup>243</sup>), kann man ein prognosefreies diversifiziertes Portfolios auswählen.

Die passivste Allokation ist eine, die die Anlagen aller Anleger weltweit nachbildet (sogenanntes Weltmarktportfolio, siehe „warum-sich-das-weltmarktportfolio-so-gut-entwickelt“<sup>244</sup>).

Alternativ könnte man naiv jeweils gleichverteilt anlegen. Dazu ist aber entscheidend, wie viele Anlageklassen man definiert und wie man diese umsetzt. 1/4 jeweils in Aktien, Anleihen, Immobilien und Rohstoffe resultiert im Zweifel in einer Übergewichtung von Rohstoffen und Immobilien und einer Untergewichtung von Aktien und Anleihen gegenüber dem Weltmarktportfolio.

Berater bzw. Anleger die meinen bzw. prognostizieren, dass eines oder mehrere dieser Anlagesegmente aktuell überbewertet sind, können die entsprechenden Anlagesegmente, zum Beispiel Anleihen, reduzieren oder weglassen, müssen dafür aber andere Segmente aufstocken.

### **Die besten Anlageinstrumente**

Zahlreiche Untersuchungen zeigen, dass neben der Diversifikation auch niedrige Kosten sehr wichtig sind, um gute Anlageergebnisse zu erreichen. Gute Anlageberater empfehlen daher die Umsetzung der Portfolios mit möglichst kostengünstigen Instrumenten, typischerweise passiven diversifizierten Investmentfonds (ETFs).

---

<sup>243</sup> <http://prof-soehnholz.com/prognosefrei-investment-fonds-philosophie-profi-fondsmanager/>

<sup>244</sup> <http://prof-soehnholz.com/warum-sich-das-weltmarktportfolio-so-gut-entwickelt/>



Anleger, die besonderen Wert auf Nachhaltigkeit legen, können das Weltmarktportfolio mit ESG (Environment, Social, Governance) ETFs nachbilden.

Für besonders kritische Anleger, denen die oft relativ geringen ESG-Kriterien der ETF-Anbieter nicht zusagen, können eigene ESG-Portfolios gebildet werden. Besonders bei zunehmendem Einkommen bzw. Vermögen wird für Anleger oft wichtiger, was/wen sie mir ihrem Geld unterstützen. Sie möchten vielleicht besonders klimaschädliche Energieproduzenten etc. ausschließen. Deshalb werden künftig ESG Portfolios wichtiger, aus denen Anleger bzw. Berater individuelle Wertpapiere ausschließen können.

Solche Portfolios können durchaus passiv bzw. mit einfachen Regeln und kostengünstig umgesetzt werden. So hat sich vielfach eine Gleichgewichtung (s. „faktor-etfs-gut-fuer-anbieter-schlecht-fuer-anleger-ein-plaedoyer-fuer-gleichgewichtete-benchmarks-und-faktordiversifikation“<sup>245</sup>) mit einmaliger Rebalanzierung (s. „Rebalanzierungen“ im „Detailmenu“ auf [www.diversifikator.com](http://www.diversifikator.com)) pro Jahr bewährt. Und Anleger mit relativ kurzfristigem Anlagehorizont bzw. geringer Verlusttoleranz können hohe Anteile von Geldmarktanlagen beimischen und/oder einfache und bewährte Risikosteuerungssysteme wie die 200-Tage-Trendfolge nutzen (s. „einfaches-risikomanagement-kann-erstaunlich-gut-funktionieren“<sup>246</sup>).

Das "Problem" ist, dass bisher keines der hier genannten Portfolios als Investmentfonds verfügbar ist. Daher ist eine Kombination der besten Berater mit den besten Modellportfolios sinnvoll. Während Investmentfonds aber typischerweise sehr effizient umgesetzt werden können und manchmal auch gutes Reporting liefern und daher die Wahl der Depotbank vor allem nach ihren Kosten erfolgen kann, ist das bei Modellportfolios nicht unbedingt so.

### **Die beste Depotbank**

Eine effiziente Umsetzung ist vor allem bei relativ niedrigen Anlagesummen wichtig. So fallen bei einer Anlagesumme von 50.000 Euro selbst bei nur einmaligem Austausch von Portfoliobestandteilen pro Jahr und Kosten von nur 5 Euro pro Kauf oder Verkauf bei z.B. 25 Positionen im Depot 0,5% p.a. an Kosten an. Man kann Anlegergelder aber poolen, um die Kosten für Anleger zu senken. Ein solches Pooling kann nicht nur über Investmentfonds sondern auch durch sogenannte Robo Advisors oder standardisierte Vermögensverwaltungen erfolgen. Gute Depotbanken (hier immer verstanden als Kombination von Broker und Depotbank) werden daher künftig zusätzlich zu möglichst vielen günstigen Investmentfonds (ETFs) auch Robo Advisors bzw. standardisierte Vermögensverwaltungen auf Basis ausgewählter Aktien anbieten (siehe „auch mit-modellportfolios-kann-man-sehr-viel-geld-verdienen“<sup>247</sup> und „modellportfolios-in-uk-ein-sehr-grosser-wachsender-und-profitabler-markt“<sup>248</sup>).

Die besten Depotbanken bieten zudem effiziente Neukunden-Aufnahmeprozesse („Onboarding“), regelmäßige "Reviewprozesse" (die mit MiFID II teilweise Pflicht werden), Rebalanzierungsservices und ein sehr gutes Standardreporting und zusätzliche Analysetools

---

<sup>245</sup> <http://prof-soehnholz.com/faktor-etfs-gut-fuer-anbieter-schlecht-fuer-anleger-ein-plaedoyer-fuer-gleichgewichtete-benchmarks-und-faktordiversifikation/>

<sup>246</sup> <http://prof-soehnholz.com/einfaches-risikomanagement-kann-erstaunlich-gut-funktionieren/>

<sup>247</sup> <http://prof-soehnholz.com/mit-modellportfolios-kann-man-sehr-viel-geld-verdienen/>

<sup>248</sup> <http://prof-soehnholz.com/modellportfolios-in-uk-ein-sehr-grosser-wachsender-und-profitabler-markt/>

an (siehe z.B. „robo-tools-was-beim-kauf-zu-beachten-ist“<sup>249</sup>). Um kosteneffiziente Umsetzungen von Depots zu ermöglichen, müssen zudem Bruchstücke von Wertpapieren umsetzbar sein. Anders als es heute oft der Fall ist, sollten die benutzten Tools aber möglichst wenig von den eingegebenen Daten und Modellen bzw. Optimierern abhängen (also keine "Pseudo-Optimierer" sein).

Heute sind Depotbanken meist entweder auf Selbstentscheider oder auf Anlageberater bzw. Vermögensverwalter spezialisiert. Die Begründung sind unterschiedliche Anforderungen und dass man den Beratern/Verwaltern keine Konkurrenz machen möchte.

Künftig sollten Anleger und ihre Berater aber über dieselben Informationen und grundsätzlich auch die selben Tools verfügen können. Es wird Anleger geben, die teilweise mit Berater und teilweise alleine entscheiden werden. Spätestens wenn Berater für ihre Beratung separat vom Anleger und nicht mehr über Provisionen von Produktanbietern entlohnt werden, wobei diese Bezahlung technisch über die Depotbank abgewickelt werden kann, ist die Trennung in Berater- und Direktanleger-Depotbanken wohl nicht mehr nötig. Denn dann entfällt ein Service, der heute für Depotbanken noch wichtig ist: Die Provisionsvereinnahmung von Produktanbietern und die Weiterleitung an Berater, Vermittler und Verwalter. Ein Teil der Provisionen bleibt typischerweise bei der Depotbank. Es ist daher verständlich, dass Depotbanken an provisionsstarken Fonds interessiert sind und nicht alle ETFs oder Modellportfolios aus ETFs oder Einzelaktien mögen.

### **Die beste Kombination**

Die Regulierung hat in den letzten Jahren stark zugenommen. Aus Regulierungssicht steht oft der Anlegerschutz im Vordergrund. Regulierung ist aber mit Kosten verbunden, die letztendlich wieder vom Anleger getragen werden. Zu viel Regulierung schadet Anlegern daher vielleicht sogar.

Für den einzelnen Anleger kann es von Vorteil sein, wenn er insgesamt möglichst geringe Regulierungskosten tragen muss. Das kann dazu führen, dass er nur einen voll regulierten Anbieter wählt, der Anlageberatung, Portfoliostrategie und Umsetzung bzw. Depotbank aus einer Hand anbietet. Es ist aber sehr unwahrscheinlich, dass dieser Anbieter bei allen Services zu den besten gehört.

Die tendenziell höchsten Regulierungskosten hat ein Anleger in dem theoretischen Fall zu tragen, in dem er einen regulierten individuellen Vermögensverwalter nutzt, der unabhängig regulierte Investmentfonds einsetzt, die mit Hilfe eines unabhängig regulierten Robo-Advisors bei einer unabhängig regulierten Depotbank umgesetzt werden.

Alternativ kann der Anbieter einen Anlageberater bzw. einen (t.w. weniger regulierten) Finanzplaner nutzen, der neben der Finanzplanung nur Vermögensverwaltungen vermittelt (diese Vermittlung ist regulierungsfrei) anstatt sie selbst umzusetzen. Der Berater bzw. Finanzplaner kann gute und günstige Multi-Asset Fonds (die sind aber selten), gute Robo-Advisors oder standardisierte Vermögensverwaltungen mit günstigen Modellportfolios von guten Portfoliostrategen für seine Kunden suchen. Außerdem kann der Berater/Finanzplaner eine gute Depotbank suchen.

---

<sup>249</sup> <http://prof-soehnholz.com/robo-tools-was-beim-kauf-zu-beachten-ist/>

Die beste Kombination kann aus Anlegersicht eine von unabhängigen Finanzplanern mit günstigen Modellportfolios sein, die standardisiert von exzellenten Depotbanken umgesetzt werden. Unabhängige und eigenständig regulierte Robo-Advisors sind in diesem Szenario nicht unbedingt nötig, da die Robo-Services von der Depotbank angeboten werden können.

In diesem Szenario zahlt der Anleger nur die Regulierungskosten der Finanzplaner und der Depotbanken. Depotbanken sind meist sowieso auf Massengeschäft ausgelegt und haben daher relativ niedrige Regulierungskosten pro Anleger.

Allerdings kann es für Anleger aus Haftungsgründen attraktiv sein, entweder mit regulierten Finanzberatern/Vermögensverwaltern oder regulierten Robo-Advisors (siehe „robo-advisors-lieber-mehr-transparenz-als-mehr-regulierung“<sup>250</sup>) zusammen zu arbeiten. Im Falle von nachgewiesener Fehlberatung, die allerdings oft schwer beweisbar ist, sind diese in der Haftung.

Bei einer Kombination eines Finanzplaners mit einer Depotbank, selbst wenn die Depotbank standardisierte Modellportfolios anbietet, ist der Anleger dagegen meist ein "Selbstberater", da Depotbanken zwar Robo-Tools anbieten (werden), aber die Beratungshaftung nicht übernehmen möchten.

### **Alternative Optionen**

Finanzplaner können sich auch regulieren lassen und auch selbst Vermögensverwaltungsservices über automatisch angebundene Depotbanken anbieten. Das hat den Vorteil für den Kunden, nur einmal ein sogenanntes Onboarding mit Geeignetheitsprüfung machen zu müssen und nicht noch einmal bei der Depotbank. Der Nachteil neben den zusätzlichen Regulierungskosten ist, dass die Empfehlungen des Finanzberaters dadurch beschränkt sein können, was er selbst verwalten kann/will und mit welcher Depotbank er Umsetzungsverträge hat. Dabei wird nicht unbedingt immer das beste Modellportfolio oder die beste Depotbank für den Kunden herauskommen.

Und wenn ein Kunde mehr als einen Berater hat, resultiert dieses Modell oft in mehr als einer Depotbankverbindung. Allerdings kann auch der Kunde aus anderen Gründen mehr als eine Depotbank nutzen. Durch eine grundsätzlich mögliche sogenannte Depot(informations)aggregation kann dieser Nachteil aber reduziert werden. Dabei hängt die Qualität der aggregierten Informationen von der „schlechtesten“ Depotbank ab.

ETF-Anbieter werden für Anleger, die keine so speziellen Wünsche wie harte ESG-Ausschlüsse haben, selbst Modellportfolios, Robo Advisors und vielleicht, wie Vanguard und Charles Schwab in den USA, auch persönliche Anlageberatung oder sogar Depotservices anbieten. Damit werden sie für aktive Portfoliomanager zu einer noch stärkeren Bedrohung, als sie es heute schon sind.

In den USA gibt es außerdem Projekte, die Anlegern online die Auswahl von Beratern und sowohl Anlegern als auch Beratern eine sehr breite Auswahl von Modellportfolios, Tools und sogar Depotbanken ermöglichen wollen. Ich bin aber skeptisch, ob so komplexe „Plattform-Plattformen“ effizient funktionieren werden.

---

<sup>250</sup> <http://prof-soehnholz.com/robo-advisors-lieber-mehr-transparenz-als-mehr-regulierung/>

Gute Finanzplaner in Kombination mit guten Modellportfolios, guten Tools und guten Depotbanken können also eine sehr gute Lösung für Anleger sein und müssen insgesamt nicht teuer sein. So können Modellportfolios mit Einzelwertpapieren zu Konditionen angeboten werden, wie sie heute für ETFs verlangt werden.

Gute Finanzprognosen traue ich mir nicht zu, andere Prognosen schon eher: Für klassische aktive Portfoliomanager, reine Fondsvermittler, Vermittlerpools sowie Stand-Alone Robo-Advisors habe ich keine besonders hohen Wachstumserwartungen. Finanzplanern, Vermittlern von standardisierten Vermögensverwaltungen, ETF-Anbietern und Depotbanken sowie Haftungsdächern traue ich jedoch ein sehr gutes Wachstum zu. Damit werde ich aber möglicherweise falsch liegen, wenn man aktuellen Erwartungen für die Assetmanagementbranche glaubt (s. Studie<sup>251</sup>). Wahrscheinlich muss es aber erst ein Provisionsverbot wie in Großbritannien und den Niederlanden geben, bevor die von mir erwartete Entwicklung eintritt (siehe „harsche-banken-aber-auch-robo-advisor-kritik-der-eu“<sup>252</sup>).

## AKTIV-TRADITIONELL-OFFLINE ÄNDERT SICH IN PASSIV-ESG-ONLINE KAPITALANLAGEN

Anlageberatung wird sich künftig erheblich ändern müssen: Die ersten Auswirkungen von MiFID II werden deutlich. Unter anderem werden die Mindestanlagesummen für individuelle Beratungen und Vermögensverwaltungen angehoben. Für kleinere Anlagebeträge gibt es vermehrt standardisierte Online-Angebote (Robo Advisors). Diese arbeiten überwiegend mit relativ günstigen "passiven" ETFs.

Experten reden außerdem schon über eine Aktualisierung von MiFID II mit Fokus auf verantwortungsvolle Kapitalanlagen (siehe hier<sup>253</sup>). Bisher werden erst wenige verantwortungsvolle (ESG Environment, Social, Governance) Kapitalanlagen angeboten (siehe VfU<sup>254</sup>). Die „grüne Welle“ aus dem Lebensmittel- und sonstigen Einzelhandel ist noch nicht auf die Geldanlage übergeschwappt.

Vielleicht kommt aber bald der erste traditionelle Anbieter mit einem überzeugenden günstigen (passiven) ESG-Online Angebot an den Markt. Die Voraussetzungen dafür sind da.

Man kann den Prozess der Geldanlageberatung in einzelne Schritte aufteilen. Die einzelnen Schritte lassen sich unterschiedlich gut standardisieren bzw. digitalisieren. Was mit überschaubarem Aufwand digitalisierbar ist, wird künftig auch digitalisiert werden.

Anbei folgen einige Thesen anhand der unterschiedlichen Schritte:

---

<sup>251</sup> <https://www.pwc.de/de/finanzdienstleistungen/asset-manager-rechnen-mit-wachstum-doch-auch-mit-disruption.html>

<sup>252</sup> <http://prof-soehnholz.com/harsche-banken-aber-auch-robo-advisor-kritik-der-eu/>

<sup>253</sup> <http://prof-soehnholz.com/esg-regulierung-von-consultants-und-mehr-aufklaerung-von-anlegern-sind-sinnvoll/>

<sup>254</sup>

[https://vf.u.de/acl\\_users/credentials\\_cookie\\_auth/require\\_login?came\\_from=https%3A//vf.u.de/veranstaltung/en/vergangene-veranstaltungen/webtalks/was-der-kunde-nicht-weiss-macht-ihn-nicht-heiss-vertrieb-nachhaltiger-kapitalanlagen-aus-privatkundensicht201d](https://vf.u.de/acl_users/credentials_cookie_auth/require_login?came_from=https%3A//vf.u.de/veranstaltung/en/vergangene-veranstaltungen/webtalks/was-der-kunde-nicht-weiss-macht-ihn-nicht-heiss-vertrieb-nachhaltiger-kapitalanlagen-aus-privatkundensicht201d)

## **Finanzplanung kann ziemlich komplex werden**

Schon die umfassende Erfassung von aktuellen und künftig erwarteten Vermögenswerten und Verpflichtungen bereitet vielen Anlegern Schwierigkeiten. Viele Anleger wollen diese Daten aber auch gar nicht gegenüber Dritten offenlegen, zumal eine umfassende Transparenz auch sensible Themen wie Gesundheitsvorsorge, Familienplanung und Erbschaftspläne umfassen sollte. Vertrauenspersonen dürften dabei aber mehr Chancen für eine Offenlegung haben als „Online-Berater“. Vielleicht haben Online-Finanzplaner von Hausbanken aber eine Chance, die Daten zu erhalten.

„Einfache“ Anleger mit wenig Vermögen, wenigen aber dafür sehr konkreten Anlagezielen und wenigen Verpflichtungen sind relativ einfach zu planen. Goals-Based Planung kann aber auch zu schlechten Assen Allokationen führen (siehe hier<sup>255</sup>).

Fazit: Für eher unattraktive Kleinanleger meist einfach. Online Unterstützung ist hilfreich aber eine umfassende Finanzplanung ist für viele Anleger schlecht komplett automatisierbar.

## **Steuerplanung**

Während diese bei Kleinanlegern aufgrund des deutschen Steuerrechts schon nicht einfach ist, wird die Steuerberatung bei umfassenden und komplexen Vermögen und Verpflichtungen schnell sehr schwierig.

Fazit: Online-Unterstützung ist hilfreich aber schlecht vollständig automatisierbar.

## **Verteilung der Geldanlage auf verschiedene Anlagekassen (Asset Allokation)**

Grundsätzlich könnte die Asset Allokation relativ einfach sein. Die klassische Theorie besagt, dass Anleger - je nach Risikoneigung - eine Renditekomponente mit einer risikolosen Geldanlage mischen sollten. Allerdings ist unklar, wie genau eine Renditekomponente und wie eine risikolose Anlage beschaffen sein sollen und auch, wie man das Risiko von Anlegern korrekt misst. Meine Firma Diversifikator hat dafür eine einfach automatisierbare Lösung entwickelt, die ein most-passive Weltmarktportfolio, Cash und die Verlusttoleranz von Anlegern nutzt (siehe [www.diversifikator.com](http://www.diversifikator.com)).

Fast alle anderen Anbieter am Markt messen die Verlusttoleranz von Anlegern aber mit Schwankungsmaßen (Volatilität), nutzen Prognosen unterschiedlichster Marktsegmente zur Bestimmung angeblich optimaler Renditeportfolios und mischen Anleihen als angeblich risikolose Komponente hinzu. Dieses Vorgehen kann man zwar auch automatisieren, allerdings ergeben sich abhängig von Dateninputs und Modellen sehr unterschiedliche „pseudo-optimale“ Assetallokationen für Anleger, die für Anleger und Berater kaum nachvollziehbar sind.

Fazit: Grundsätzlich einfach zu automatisieren aber offenbar schwer, gut (robust) zu automatisieren.

---

<sup>255</sup> <http://prof-soehnholz.com/fuehrt-goal-based-investing-zu-niedrigeren-aktienanlagen-und-besseren-beratungsergebnissen/>

## **Managerselektion**

Üblicherweise wird davon ausgegangen, dass die Geldanlagen auch aktiv gemanagt werden müssen. Dafür müssen die besten Manager gefunden werden. Auch das kann automatisiert werden. Meist werden statt Managern aber Investmentfonds selektiert, womit illiquide Anlagen ausgeklammert werden. Als Selektionskriterium wird oft vor allem nach guter vergangener Rendite gesucht. Gute Manager der Vergangenheit sind aber nur selten auch in der Zukunft überdurchschnittlich gut.

Fazit: Grundsätzlich einfach zu automatisieren aber offenbar schwer, gut zu automatisieren.

## **Alternativ: ETF-Selektion**

Für liquide Anlageklassen stehen inzwischen viele kostengünstige regelgebundene (passive) Anlagestrategien in Form von ETFs (Exchange Traded Fonds) zur Verfügung. Die ETF-Selektion ist recht einfach zu automatisieren. Idealerweise müsste man ETFs nehmen, die die gewünschte Anlageklasse möglichst breit abdecken und die eine möglichst geringe negative Tracking Differenz zum genutzten Index aufweisen. In der Praxis werden ETFs aber vor allem nach niedrigen ausgewiesenen Kosten aber auch Alter und Größe bzw. Liquidität selektiert. Für Langfristanleger sind diese Kriterien aber kaum relevant.

Fazit: Grundsätzlich einfach gut zu automatisieren aber offenbar selten gut automatisiert.

## **Alternativ: Selektion sonstiger Investments/Wertpapiere**

Berater, die keine kapitalgewichteten Indizes mögen, weil in diesen die besten Performer der Vergangenheit bzw. bei Anleihen die größten Schuldner am höchsten gewichtet werden, finden bisher nur wenige kostengünstige Fonds (ETFs) mit anderen Gewichtungen. So wird selbst die einfachste Alternative, nämlich gleichgewichtete ETFs, nur für wenige Marktsegmente angeboten.

Nachhaltige Anlagen haben keine Nachteile gegenüber traditionellen Anlagen (siehe z.B. hier<sup>256</sup>). Spätestens mit der Umsetzung der geplanten EU Regulierung zur Förderung nachhaltiger Geldanlagen werden Angebote nachhaltige Anlagen stärker nachgefragt werden. Bisher gibt es aber nur wenige nachhaltige ETFs. Und nachhaltig orientierte Anleger haben oft Kriterien, die nicht exakt denen von ETF-Anbietern entsprechen.

Wenn Berater alternative Gewichtungen oder ESG-Anlagen empfehlen wollen, müssen sie auf Einzeltitel oder aktive Fonds ausweichen. Bisher gibt es nur wenige Einzeltitelbasierte Onlineangebote (Robo-Advisors), aber das Angebot nimmt zu.

Fazit: Alternative Gewichtungen und konsequente ESG Anlagen sind grundsätzlich zwar automatisierbar, aber sie werden bisher noch nicht bzw. sehr selten günstig online angeboten.

## **Risikomanagement**

---

<sup>256</sup> <http://prof-soehnholz.com/verantwortliche-esg-portfolios-brauchen-keine-outperformance-esg-etf-portfolio-mit-sehr-guter-performance/>



Langfristanleger brauchen normalerweise kein aktives Risikomanagement für ihre Portfolios. Risikomanagement kostet langfristig typischerweise einen Teil der Rendite. Falls Anleger aber trotzdem ein solches Risikomanagement haben wollen, wird es ihnen bisher oft in Form von relativ teurem "aktiven" Portfoliomanagement verkauft.

Die Beratung eines Anlegers im Hinblick auf die Auswirkungen unterschiedlicher Risikomanagementsysteme ist sehr aufwändig. Ein regelgebundenes kann im Gegensatz zu einem managerabhängigen Risikomanagement aber meist effizient automatisiert werden.

Fazit: Regelgebundenes Risikomanagement kostet Rendite, kann aber einfach automatisiert werden, sofern nicht unterschiedliche Systeme verglichen werden müssen.

### **Nachhaltigkeitsberatung**

Der Aktionsplan zur Finanzierung nachhaltigen Wachstums der EU sieht vor, dass Anleger künftig befragt werden sollen, ob sie nachhaltige Kapitalanlagen haben wollen. Man kann davon ausgehen, dass viele Anleger sich zu dem Thema beraten lassen wollen. Bisher findet eine solche Beratung nur bei Spezialanbietern statt. Grundsätzlich kann man eine Beratung zu nachhaltigen Kapitalanlagen relativ einfach automatisieren. Allerdings werden Anleger wohl sehr differenzierte Anlagewünsche entwickeln. Diese können heute von kaum einem Anbieter erfüllt werden.

Fazit: Eine (Teil-)Automatisierung ist möglich, wird aber bisher nicht angeboten.

### **Laufende Beratung**

Schon die jetzige (MiFID II) Regulierung verlangt bei jeder Portfolioänderung eine umfassende Beratung von Anlegern, es sei denn, der Anleger hat einen Vermögensverwaltungsvertrag abgeschlossen, der dem Verwalter weitgehende Vollmachten gibt.

Künftig werden Anleger von kleineren Anlagesummen daher weniger individuelle Beratung und mehr standardisierte (regelgebundene) Vermögensverwaltungen angeboten werden. Die Vermittlung von Vermögensverwaltungsverträgen ist regulierungsfrei. Man kann daher erwarten, dass einige heutige Berater künftig weniger beraten und dafür mehr Vermögensverwaltungen vermitteln werden.

Das kann, muss aber nicht unbedingt zu höheren Kosten oder zu schlechteren Anlageergebnissen für Anleger führen. Standardisierte Vermögensverwaltungen sind jedenfalls besser zu automatisieren als individuelle Beratungen. Aber persönliche Beratung wird weiter richtig sein, und sei es nur, um automatisierte Angebote zu begleiten. Dabei dürfte vor allem Behavioral Coaching wichtig sein, also die Bewahrung von Anlegern vor typischen Anlegerfehlern.

Fazit: Zurückgehende individuelle Beratung und zunehmende standardisierte Vermögensverwaltung führt zu besseren Automatisierungsmöglichkeiten.

### **Zusammenfassung**

Geld und finanzielle Sicherheit haben eine sehr hohe Bedeutung für Anleger. Bisher wurde Anlegern erklärt, dass Geldanlage sehr komplex ist. Die zunehmende Regulierung erhöht den Beratungsaufwand. Künftig werden sich Mindestanlagesummen, ab denen persönliche Beratung angeboten wird, daher weiter erhöhen.

Anbieter wollen ihre Kosten senken und Anleger wollen möglichst objektiv beraten werden. Beides ist oft nur mit Technikunterstützung möglich. Zusätzlich werden Anleger aber auch weiterhin persönliche Beratung verlangen, auch wenn es nur einzelne Elemente des Geldanlageprozesses betrifft, insbesondere die schwer zu automatisierbaren wie Finanzplanung und Steuerberatung und Behavioral Coaching.

Anleger, die nur relativ geringe Beträge anlegen wollen, werden ohne massive Technikunterstützung gar nicht mehr beraten werden können und sich vor allem auf Selbstberatung bzw. kostenlose bzw. kostengünstige (Online)Quellen verlassen müssen.

Insgesamt wird das zu mehr regelgebunden Investments führen. Es gibt einige sogenannte Robo-Advisors, die mehrere der o.g. Funktionen anbieten und das auch günstig tun. Bisher haben sie aber nur wenige Kunden. Voll-automatisierte Stand-alone Robo-Advisors werden es auch künftig schwer haben. Das gilt aber mittelfristig auch für Stand-alone Offline-Anbieter (siehe z.B. hier<sup>257</sup>).

Bisher wurden Anlegern von Geldanlageanbietern fast ausschließlich aktive (=teure) Anlagelösungen angeboten. Traditionelle Anbieter haben zudem kaum nachhaltige (ESG) Anlagelösungen oder -Beratungskompetenz. Traditionelle Anbieter können (und wollen) ihr Kerngeschäft aber kaum schnell von aktiv-traditionell-online auf passiv-ESG-online umstellen.

Aber es gibt einen Ausweg: Zusätzlich zu ihren aktiv-offline-traditionellen Angeboten können sie online passive ESG Lösungen anbieten. Wenn sie dazu auch Aufklärung/Beratung liefern, müssen das keine Discountangebote sein.

Ich bin gespannt, wann der erste Anbieter eine solche konsequente Lösung offerieren wird. Bisher ist mir kein solches Angebot bekannt.

## DEUTSCHE ROBO ADVISORS WERDEN SICH STARK VERÄNDERN

Hinweis: Dieser Beitrag ist in ähnlicher Form zuerst auf [www.roboadvisor-portal.com](http://www.roboadvisor-portal.com) erschienen.

Selbst in den USA haben bisher nur sehr wenige unabhängige Robo Advisors in nennenswertem Umfang Anlagegelder akquiriert. Und auch die großen Robo Advisors wie Betterment und Wealthfront sind wohl noch lange nicht profitabel. Etliche Robo Advisors sind auch schon wieder vom Markt verschwunden.

---

<sup>257</sup> <http://prof-soehnholz.com/kooperation-von-banken-und-beratern-mit-robo-advisors/>

Mehrere ETF-Anbieter und zunehmend auch traditionelle Geldanlageanbieter nutzen inzwischen Robo Advisors, um ihre Produkte noch besser zu verkaufen. In den USA sind die abhängigen und hybriden Robo Advisors (siehe <https://www.roboadvisor-portal.com/roboadvice-hybride-geldanlage-angebote-im-vorteil/>), d.h. die, die auch persönliche Beratung anbieten, von Vanguard und Charles Schwab mit Abstand am erfolgreichsten.

Die Kritik der deutschen Verbraucherzentralen (siehe <https://www.roboadvisor-portal.com/mehr-transparenzz-bei-robo-advisor-angeboten-gefordert/>) und der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht<sup>258</sup> wird sicher zu Veränderungen deutscher Robo Advisors führen.

## 11 Thesen zur Zukunft deutscher Robo Advisors

- 1) Robo Advisor Services werden weiter zunehmen, vor allem durch traditionelle Anbieter, also Banken, Vermögensverwalter und Assetmanager (Fondsanbieter).
- 2) Für kleine Anlagesummen werden zunehmend Robo Advisors eingesetzt, da sich für diese keine persönliche Beratung lohnt. Aber auch vermögenden Anlegern werden zunehmend mehr Online Services angeboten. Der Hauptgrund: Durch die Nutzung von Robo Advisor Tools können Verwaltungs- und Vertriebskosten gegenüber Offline-Angeboten gesenkt werden.
- 3) Banken und Vermögensverwalter werden neben beratungsfreien Robo Advisors für kleine Anlagebeträge auch hybride Konzepte inklusive (Online-)Beratung für größere Anlagesummen anbieten, da Anleger nicht auf persönliche Beratung verzichten möchten. Der Schwerpunkt der Beratung wird sich vom Portfoliomanagement, mit dem nur sehr schwer Outperformance zu generieren ist, auf die Finanz- und Steuerplanung verschieben.
- 4) Robo Advisors werden ihre Algorithmen offen legen müssen (siehe BaFin Quelle oben). So wird deutlich werden, dass die Algorithmen sehr stark von Eingabedaten abhängen, vor allem Prognosen von Renditen, Risiken und Abhängigkeiten/Korrelationen. Die Prognosen und Modelle werden Anlegern kaum plausibel zu erklären sein (siehe <http://prof-soehnholz.com/logische-und-verantwortungsvolle-statt-pseudo-optimierte-geldanlagen/>). Der Trend wird daher zu einfachen und robusteren Geldanlageregeln führen.
- 5) Online-Services wie wie Social Trading (wie Wikifolio) werden für langfristig orientierte Kapitalanleger - im Gegensatz zu „Tradern“ - keine große Rolle spielen.
- 6) Robo Advisors bieten heute ETF-Portfolios (aus meist günstigen und diversifizierten Exchange Traded Funds), Portfolios von aktiven Fonds aber auch schon „aktiv gemanagte“ Portfolios aus einzelnen Aktien an. Ich gehe davon aus, dass aktive Fonds und aktive gemanagte Aktienportfolios aus Kosten- und Renditegründen (kaum Outperformancepotential) keine große Zukunft haben. Solange aber noch

---

<sup>258</sup> Felix Hufeld: Aufsicht und Regulierung in Zeiten von Big Data und künstlicher Intelligenz, in: BaFin Perspektiven Ausgabe 17/2018 vom 1.8.2018, z.B. S. 12, „Jeder einzelne Algorithmus muss aber, genau wie jeder einzelne Mitarbeiter eines Unternehmens, Teil der ordnungsgemäßen Geschäftsorganisation sein. Seine Entscheidungen müssen also innerhalb des Unternehmens und für Dritte nachvollziehbar und damit überprüfbar sein – vor allem dann, wenn sie zentrale und damit risikobehaftete Entscheidungen treffen beziehungsweise diese zumindest vorbereiten.“

Vertriebsprovisionen für solche Angebote genommen werden dürfen, werden sie weiter angeboten, weil sie für Anbieter sehr lukrativ sein können.

- 7) Aus diesen Gründen aber auch wegen der Aufsichtsanforderungen an Transparenz werden maschinelles Lernen und Künstliche Intelligenz keine große Rolle für Robo Advisors spielen. Solche Angebote sind zwar konzeptionell interessant, aber es gibt selbst bei professionellen Tradern wie Hedgefonds kaum dauerhaft gut performende Angebote, die attraktiv für Langfristanleger sind. Big Data wird eine große Rolle für die Vermarktung von Robo Services spielen, allerdings kaum für die Portfoliobildung.
- 8) Bisher bieten Banken und Vermögensverwalter privaten Anlegern in Deutschland nur sehr selten aktiv ETFs an. Ich gehe davon aus, dass sich das auch durch zunehmende Popularität von ETF-basierten Robo Advisors ändern wird. Wenn es nicht zu zunehmenden ETF-Angeboten traditioneller Anbieter kommt, wird es zu einem Provisionsverbot kommen (siehe z.B. <http://prof-soehnholz.com/harsche-banken-aber-auch-robo-advisor-kritik-der-eu/>). Spätestens nach einem Provisionsverbot werden auch traditionelle Anbieter vermehrt ETFs anbieten und spätestens dann auch eigene Robo Advisors anbieten.
- 9) Bisher bieten Banken und Vermögensverwalter privaten Anlegern in Deutschland nur selten nachhaltige bzw. verantwortungsvolle Fonds an. Ich gehe davon aus, dass sich das auch durch zunehmende Angebote von nachhaltigen Fonds durch Robo Advisors (siehe siehe auch <https://www.roboadvisor-portal.com/robo-advisor-nachhaltige-geldanlage-haelt-einzug/>) ändern wird. Spätestens wenn Regulierer fordern, dass Anleger gefragt werden müssen, ob sie nachhaltig investieren wollen (was von der EU geplant ist), werden auch traditionelle Anbieter vermehrt nachhaltige Fonds anbieten.
- 10) Die ersten Robo Advisors in den USA bieten inzwischen passive Aktienportfolios an, die keine ETFs sondern direkte Wertpapieranlagen nutzen. Das wird als Direct Indexing bezeichnet. Dafür gibt es in den USA Steuergründe. Ich gehe davon aus, dass auch in Deutschland solche Portfolios angeboten werden. Neben steuerlichen Gründen erwarte ich, dass Anleger solche Portfolios als kostengünstige und diversifizierte Basis für verantwortungsvolle Portfolios nutzen werden.
- 11) Es werden nur sehr wenige unabhängige Anbieter überleben. Das bringt aber kaum Verlustrisiken für Anleger mit sich, weil die unabhängigen Robo Advisors entweder von traditionellen Anbietern übernommen und fortgeführt werden oder weil die Anlagen in sicheren ETFs/Fonds oder bei sicheren Banken liegen.

### **Zusammenfassung: 3 Typen von Robo Advisors**

Ich erwarte, dass sich drei Typen von Robo Advisors etablieren werden, allerdings in der Regel als von Banken und Vermögensverwaltern abhängige Einheiten (siehe auch <http://prof-soehnholz.com/anlageberater-robo-advisors-oder-modellportfolios-wer-wird-gewinnen/>) und überwiegend mit zusätzlicher persönlicher (Online-)Beratung:

- a) Einfachkonzepte für kleine Anlagesummen wie Easyfolio, die auf wenige regelbasierte (nicht-optimierte) ETF-Portfolios setzen.
- b) Vertriebsplattformen, die aktive Fonds oder aktive Anlagestrategien ihrer Sponsoren online vermarkten oder die eigene ETFs vermarkten wie Vanguard und Charles Schwab.
- c) Spezialplattformen, die passive Einzeltitelportfolios („Direct Indexing“) und/oder umfassende ETF-Auswahlmöglichkeiten mit umfassenden Personalisierungsmöglichkeiten

anbieten, auch mit Schwerpunkt auf verantwortungsvolle Geldanlagen (siehe z.B. <http://prof-soehnholz.com/aktiv-traditionell-offline-aendert-sich-in-passiv-esg-online-kapitalanlagen/>).

## VON US ROBO-ADVISORS KÖNNEN WIR VIEL LERNEN<sup>259</sup>

Dieser Beitrag beruht auf dem "[Robo-Advisor Upgrade](#)"<sup>260</sup>, der in der Juni Ausgabe des „Financial Services Observer“ von Morningstar publiziert wurde. Hier stelle ich Thesen dazu auf, welche Entwicklungen der US Robo-Advisors sich in Deutschland wiederholen können und welche nicht.

Takeaway 1) „Robo-advisor ... have failed to disrupt investment services incumbents and are still unprofitable. Many have sold themselves to established firms after realizing they can't count on investors giving them money.“

Meine Meinung: Auch in Deutschland gibt es keine Disruption und keine profitablen endkundenorientierten (B2C) Robo-Advisors. „Abwicklungen“ und Verkäufe wie Easyfolio an Hauck und Aufhäuser sind bisher noch sehr selten. Mehrere der zahlreichen unabhängigen B2C Robo-Advisors werden wieder vom Markt verschwinden, da etablierte Finanzdienstleister lieber eigene Robo-Advisors aufbauen werden als welche zu kaufen. Dabei können ihnen viel schneller profitabel werdende B2B Anbietern wie United Signals, Fincite, Elinvar und Weadvise helfen.

Takeaway 2) „New robo-advisor business models and strategies influencing the key profitability determinants of client acquisition costs, ongoing operating costs, and revenue yield on client assets give us confidence that select robo-advisors will be profitable.“

Meine Meinung: Ich bin sehr skeptisch, ob es mehr als einem unabhängigen deutschen B2C Robo-Advisor gelingen wird, profitabel zu werden. Auch der Marktführer Scalable wächst vor allem durch die Kooperation mit ING. Andere potentielle leistungsfähige Robo-Kooperationspartner haben aber schon eigene oder werden noch eigene Robo-Advisors starten, so dass sie keine B2C Kooperationspartner brauchen.

Takeaway 3) „Moaty financial services firms, like Charles Schwab and Vanguard, have leapfrogged early robo-advisors with their digital advice offerings.“

Meine Meinung: Die - allerdings noch recht jungen - Robo-Advisors traditioneller Finanzdienstleister sind in Deutschland bisher noch nicht erfolgreich. Das liegt an den inhaltlich meist wenig innovativen Angeboten, den oft hohen Gebühren und/oder an der Angst vor Kannibalisierung des traditionellen Geschäftes (siehe dazu Charles Schwab Beispiel auf S. 18ff). Wenn sie wollten, könnten traditionelle deutsche Anbieter allerdings attraktive Robo-Advisor-Services anbieten. Besonders für ETF-Anbieter und auf Privatkunden ausgerichtete Depotbanken und Broker können eigene Robo-Advisors lukrativ sein. Das gilt auch für Vermögensverwalter, die bisher noch nicht viel Geschäft in Deutschland machen.

---

<sup>259</sup> Dieser Beitrag ist in ähnlicher Form erstmals am 10.9.2018 auf [www.boerseneinmaleins.de](http://www.boerseneinmaleins.de) erschienen.

<sup>260</sup> <https://www.morningstar.com/lp/robo-advisor-upgrade>

Takeaway 4) „Robo-advisors have three life-or-death choices: grow slowly and hope investors keep funding them, partner with an established financial services firm, or grow quickly with high-cost advertising.“

Meine Meinung: Ich bin sehr skeptisch, ob es unabhängigen Robo-Advisors gelingen wird, zusätzliches Kapital zu akquirieren. Auch Partnering sehe ich kritisch: Potentielle große Vertriebspartner haben bereits eigene Robo-Advisors oder können schnell und günstig eigene Rob-Advisors etablieren. Und für selbstständiges starkes Wachstum fehlt es unabhängigen deutschen Robo-Advisors an Kapital.

Takeaway 5) „According to PitchBook Data, Betterment and Wealthfront have both raised capital in the last year. We reasonably conclude that they've eaten through \$100 million-\$200 million of capital to reach \$10 billion of client assets.“

Meine Meinung: Selbst wenn man annimmt, dass man in Deutschland weniger Kapital braucht, wird es vermutlich nur einem unabhängigen Robo-Advisor gelingen, genug Kapital bis zur Profitabilität zu akquirieren.

Takeaway 6) „We still assess that advertising cost per account acquisition at robo-advisors is approximately \$300 per gross new account and \$1,000 per net new account. At their presumably low operating margin after they become profitable, the payback period on advertising costs can be more than a decade.“

Meine Meinung: Die deutschen Kundenakquisitionskosten unterscheiden sich vermutlich nicht stark von den amerikanischen. Die deutschen Preise für Robo-Services sind zwar erheblich höher als in den USA, allerdings ergibt sich Umsatz aus Preis\*Menge und bei hohen Preisen kann man keinen hohen Absatz erwarten, so dass auch in Deutschland mit vielen Jahren ohne Profit gerechnet werden muss.

Takeaway 7) „Robo-advisors can use four strategies to lower their cost of client asset acquisition, but each has drawbacks: Advertising, 3rd party partnering, cross-sell to existing customers, lead generation product, higher account balance.“

Meine Meinung: Effiziente Werbung ist sehr teuer. Wenn es nicht gelingt, einzelne der zahlreichen Sparkassen oder Volks- und Raiffeisenbanken als Kunden zu gewinnen, gibt es nur relativ wenige geeignete Vertriebspartner, die vermutlich zudem eine hohe Kompensation für ihre Partnerschaft verlangen. Cross-Selling und der Verkauf von Lead Generation Products sind wenig erfolgversprechend, weil deutsche Robo-Advisors nur wenige Bestandskunden haben und neue Produkte im Wettbewerb zu sehr vielen traditionellen Produktangeboten stehen.

Takeaway 8) „Robo-advisors need to build a high-operating-leverage business model to be profitable. We believe digital advice firms will spur growth in salaried financial consultants ... to produce operating leverage.“



Meine Meinung: Auch in Deutschland setzt sich die Erkenntnis durch, dass [hybriden Angeboten](#)<sup>261</sup>, also die Kombination von Robo-Advisors mit persönlicher Beratung, die Zukunft gehört. Unabhängige deutsche Robo-Advisors werden sich eigene Berater aber kaum leisten können. Eher werden Banken und unabhängige Berater und Vermögensverwalter zusätzlich Robo-Advice anbieten, um Neukunden zu akquirieren und Bestandskunden zu halten.

Takeaway 9) „Expanded service offerings and higher revenue yields dramatically reduce the operating expense ratio and client asset hurdles to reach the goal of profitability. We estimate the break-even point for robo- advisors that sustain a 50-basis-point revenue yield could be \$15 billion-\$25 billion of client assets, 38%- 63% lower than the break-even point for a robo-advisor that charges 25 basis points.“

Meine Meinung: Selbst wenn man annimmt, dass deutsche Robo-Advisors 75 Basispunkte einnehmen, läge der Break-Even wohl immer noch erheblich über 5 Milliarden Anlagevermögen. Davon ist auch der aktuelle deutsche Marktführer noch weit entfernt.

Takeaway 10) „Four revenue-enhancing strategies at robo-advisors are charging more, upselling clients from a robo- advisor product to a digital advice offering, cross-selling additional products and services, and utilizing proprietary products in investment portfolios.“

Meine Meinung: Manche US Robo-Advisors haben zwar ihre Preise erhöht, in Deutschland werden die derzeit hohen Robo-Advice Preise aber eher sinken. Und wie oben gesagt: Von unabhängigen Anbietern wird kaum eigene individuelle Beratung angeboten werden können und das Potential für Cross-Selling oder proprietäre Produkte ist sehr gering.

Weitere „deutsche“ Anmerkungen zu dem Morningstar Report:

#### A) Wenig erfolgreiche Akquisitionen

Der Morningstarreport nennt auf Seite 10 vier große Käufe von US Robo-Advisors durch traditionelle Anbieter: Learnvest durch Northwestern Mutual, FutureAdvisor durch BlackRock, Jemstep durch Invesco und RobustWealth durch Principal Financial Group. Meines Wissens hat keine dieser Akquisitionen bisher zu nennenswerten Erfolgen geführt. Auch Easyfolio scheint seit dem Kauf durch Hauck und Aufhäuser nicht besonders stark gewachsen zu sein.

Über das Schicksal der Dutzenden von anderen in den letzten Jahren gestarteten US Robo-Advisors wird im Report nichts geschrieben. Es ist zu vermuten, dass die meisten von diesen Startups inzwischen ihr Geschäft eingestellt haben oder billig an kleinere traditionelle Anbieter verkauft wurden.

#### B) Erweiterungen der Angebotspaletten sind für deutsche Robo-Advisors wenig attraktiv

---

<sup>261</sup> <http://prof-soehnholz.com/hybridmodelle-worauf-traditionelle-finanzdienstleister-bei-robo-advisors-achten-sollten/>

Schwab und Vanguard haben hohe Einnahmen durch den Verkauf eigene etablierter Produkte und Wealthfront versucht das mit einem neuen Produkt (S. 5). Das Risk-Parity Produkt von Wealthfront ist auf viel Kritik gestoßen und wird jetzt mit einer recht geringen Marge angeboten. In Deutschland versuchen die Sparkassen eigene Produkte und die Volks- und Raiffeisenbanken versuchen provisionshaltige Fremdprodukte über hauseigene Robo-Advisors zu verkaufen. Damit wird bewußt auf „niedrige Preise“ als einen der wesentlichen Vorteile von Robo-Advisors verzichtet. Der unabhängige Anbieter Moneymeets geht mit dem Verkauf provisionsreduzierter Fremdfonds einen etwas anderen Weg, ist aber so immer noch teurer als online ETF-Anbieter. Ich bin daher skeptisch, ob einer dieser Wege zum Erfolg führt.

Schwab und Wealthfront haben zudem dadurch Einnahmen, das Anleger geringe bzw. keine Zinsen auf ihre nicht angelegten Einlagen erhalten (S. 5). Da in Deutschland solche Einlagen durch Negativzinsen Geld kosten, ist das keine attraktive Idee für deutsche Anbieter.

In Deutschland sehe ich auch für das Angebot von kostenpflichtigen Krediten durch Robo-Advisors zur Steigerung der Anlagevolumina und Tax-Loss Harvesting Services nur wenig Potential. Deutsche Robo-Advisors können zwar zusätzliche automatisierte Services wie Kontoaggregation und Finanzplanung (siehe auch Report S. 29) anbieten, aber auch das benötigt erst einmal Investments, die nur schwer zu beschaffen sind. Ausnahme: Das provisionsträchtige Private Equity Angebot von Liquid scheint erfolgreich zu sein.

Schwab und Betterment sind bisher die einzigen US Robo-Advisors mit Einnahmen durch persönliche Beratung (S. 5). In Deutschland versucht das bisher meines Wissens nur Quirion.

Potential sehe ich eher bei zusätzlichen Online Angeboten durch traditionelle Anbieter wie Finanzplanungs-Services aber auch bei einige wenigen ganz neuen Produkten: Meine Firma [Diversifikator](#) hat etliche regelbasierte und damit günstige und besonders gut online geeignete Portfolios auch für andere Anbieter (B2B) entwickelt. Dabei liegt ein besonderer Schwerpunkt auf ESG (Environment, Social Governance) Angeboten, die auch „offline“ bisher nur in geringem Umfang angeboten werden.

Siehe auch mein kürzlich veröffentlichter Beitrag [„Robo Advisors: 11 Thesen zu ihrer Zukunft“](#)<sup>262</sup>.

## ROBO-BOOM STATT ROBO-STERBEN

Robo-Sterben oder korrekter [„Immer mehr deutsche Banken begraben ihre Robo-Projekte“](#)<sup>263</sup> hieß es vor Kurzem (Heinz-Roger Dohms in Finanzszene vom 4.10.2018). Dem Beitrag nach stellt aber nur die Santander Deutschland die Aktivitäten komplett ein. Die Commerzbank bleibt über Cominvest weiter aktiv und die Hamburger Sparkasse hat „Pläne, ein neues Robo-

---

<sup>262</sup> <https://www.roboadvisor-portal.com/11-thesen-zur-zukunft-der-robo-advisor/>

<sup>263</sup> <http://finanz-szene.de/exklusiv-immer-mehr-deutsche-banken-begraben-ihre-robo-projekte/>

Angebot aufzusetzen“ (ebenda). Und am 11. Oktober heißt es bei Citywire: „[Fidelity startet digitale Vermögensverwaltung mit aktiven Fonds](#)“,<sup>264</sup>. Was denn nun?

### **Robo-Angebote können erfolgreich sein**

Ich bin überzeugt, dass Robo-Angebote erfolgreich sein können, allerdings nicht alle. Wenn man den weiter fortgeschrittenen US Robo-Markt analysiert (siehe [hier](#)<sup>265</sup>), kann man mehrere Punkte feststellen:

1. **Unabhängige** Robo-Advisors sind bisher bis auf 2 bis 3 Ausnahmen nicht sehr erfolgreich.
2. Auch traditionelle Banken oder Vermögensverwalter haben sich bisher nicht durch großen Erfolg ihrer Robo-Angebote ausgezeichnet.
3. Am erfolgreichsten sind die ETF-Anbieter Vanguard und Charles Schwab.
4. In Deutschland ist bisher nur die ING mit Scalable erfolgreich.

### **Konsequente Vermarktung ist entscheidend**

Nur billig zu sein, besonders einfache Produkte anzubieten oder eine besonders gute User Experience zu ermöglichen reicht offenbar weder allein noch kombiniert aus, um als Robo-Advisor erfolgreich zu sein. Für den Erfolg ist meines Erachtens vor allem die konsequente Vermarktung des Angebotes an einen bestehenden Kundenkreis erforderlich. Alternativ kann man versuchen, sich Neukunden teuer zu kaufen, wie es Betterment und Wealthfront in den USA mit insgesamt mehreren hundert Millionen Venture Capital machen.

### **Zusatznutzen gegenüber Offline-Angeboten ist nötig**

Um eine konsequente und erfolgreiche Vermarktung zu erreichen, sollte das Angebot Anlegern Zusatznutzen bieten. Traditionelle Anbieter wollen vor allem die Kannibalisierung (d.h. Verdrängung von Bestandsangeboten durch die neuen Angebote) ihrer bestehenden Angebote verhindern. Es ist daher nachvollziehbar, dass sie „me-too“ Robo-Angebote mit niedrigen Margen nicht gerne puschen.

Bei Vanguard, Schwab, Fidelity und ING ist das anders. Deren Robos vermarkten die hauseigenen Fonds (Vanguard, Schwab, Fidelity), indem sie günstig und effizient Zusatzservices (Fondsportfolios statt einzelne Fonds plus Reporting etc.) anbieten. ING (DiBa) bietet in Deutschland keine eigene Vermögensverwaltung an. Über die Kooperation mit Scalable können daher zusätzliche Vermögensverwaltungseinnahmen generiert werden.

### **Automatisierung wird kommen**

<sup>264</sup> [https://citywire.de/news/fidelity-startet-digitale-vermogensverwaltung-mit-aktiven-fonds/a1163872?re=58841&ea=788857&utm\\_source=BulkEmail\\_International+Daily+Germany&utm\\_medium=BulkEmail\\_International+Daily+Germany&utm\\_campaign=BulkEmail\\_International+Daily+Germany](https://citywire.de/news/fidelity-startet-digitale-vermogensverwaltung-mit-aktiven-fonds/a1163872?re=58841&ea=788857&utm_source=BulkEmail_International+Daily+Germany&utm_medium=BulkEmail_International+Daily+Germany&utm_campaign=BulkEmail_International+Daily+Germany)

<sup>265</sup> <http://prof-soehholz.com/von-us- robo- advisors- koennen- wir- viel- lernen/>

Anleger sind definitiv an zusätzlicher Automatisierung bzw. Robo-Services interessiert und Anbieter können durch zusätzliche Automatisierung Kosten sparen.

Traditionelle Banken und Vermögensverwalter haben vor allem diese vier Möglichkeiten für ihre Robo-Angebote:

1. Neue Kundengruppen erschließen
2. Die gleichen Produkte zu gleichen Preisen off- wie online anbieten
3. Die gleichen Produkte zu günstigeren Preisen online anbieten
4. Andere Produkte online anbieten

Lösung 1 ist für Anbieter ziemlich teuer, da Neukunden meist teurer in der Akquisition sind als die Ausweitung des Bestandsgeschäftes. Zusätzlich muss man entscheiden, wie man Neukunden anlocken will (siehe Möglichkeiten 2 bis 4).

Option 2 ist für Anleger wenig interessant, weil die Onlineprodukte dann relativ teuer wären im Vergleich zu Offlineangeboten, die typischerweise zusätzlich persönliche Beratungen umfasst.

Bei Lösung 3 hängt es davon ab, wie viel günstiger die Produkte angeboten werden. Werden nur die eingesparten Kosten weitergegeben, wird die Preisreduktion vermutlich relativ gering ausfallen, da Akquisekosten auch für den Onlinevertrieb hoch sind. So würde nur wenig zusätzliche Nachfrage stimuliert. Werden die Gebühren dagegen niedriger angesetzt, droht Kannibalisierung und damit steigt das Risiko, dass die Onlineangebote nicht aktiv genug vermarktet werden.

Die attraktivste Lösung ist daher vermutlich das Online-Angebot neuer Produkte.

### **Online ETF-Portfolios greifen oft zu kurz**

Die meisten traditionellen deutschen Vermögensverwalter und Banken bieten bisher keine ETFs aktiv an. ETFs gelten aus Anlegersicht als besonders attraktiv, weil sie in der Regel günstig sind.

Anbieter können versuchen, Zusatzmargen über Portfolio- und Risikomanagement von Portfolios aus ETFs generieren. Es ist jedoch sehr schwer, an günstigen ETFs interessierte Anleger von dem Wert von solchen Services so zu überzeugen, dass sie bereit sind, attraktive Gebühren dafür zu zahlen. Scalable und ING scheint das (noch) zu gelingen, andere deutsche Anbieter sind damit aber bisher nicht sonderlich erfolgreich.

Daher sollten ETF-Portfolios ebenfalls günstig angeboten werden, zumal teure ETF-Dachfonds seit Jahren in der Kritik stehen.

Easyfolio von Hauck und Aufhäuser und auch mein Unternehmen [Diversifikator](#) mit dem [Weltmarktportfolioansatz](#)<sup>266</sup> bieten sehr einfache und günstige Allokationsmethoden für ETFs an. Aber auch solche ETF-Portfolios stehen im Wettbewerb mit meist teuren Offlineangeboten, also vor allem standardisierten Vermögensverwaltungen bzw. Multi-Asset- und Mischfonds traditioneller Banken und Vermögensverwalter. Sie werden daher aus Kannibalisierungsfurcht kaum sehr aktiv vermarktet werden.

### **Online ESG-Portfolios mit großem Potential**

Besonders großes Potential sehe ich für Online ESG (Environmental, Social, Governance) Angebote (siehe auch [hier](#)<sup>267</sup>). ESG-Produkte werden offline bisher nur in geringem Umfang angeboten, daher ist keine direkte Kannibalisierung zu befürchten. Sie stehen zwar in Konkurrenz zu traditionellen nicht-nachhaltigen Produkten, sind aber sehr erklärungsbedürftig. Der traditionelle Vertrieb ist bisher noch nicht im Verkauf solcher Produkte geschult. Statt eine solche teure Schulung zu organisieren, können sie Anlegern direkt online mit Hilfe von Erklärvideos und umfassenden Online-Informationen angeboten werden.

Hinzu kommt, dass traditionelle Anbieter und Vertriebe solche Produkte, ähnlich wie ETFs, bisher tendenziell negativ beurteilt haben. Es dürfte den Vertrieblern und Beratern daher schwer fallen, ESG-Produkte jetzt aktiv erfolgreich zu verkaufen. Außerdem gelten ESG-Angebote tendenziell als teurer als traditionelle Produkte. Durch Kosteneinsparungen über einen Onlinevertrieb können sie aber relativ günstig angeboten werden.

Neben dem Onlineverkauf aktiver ESG Fonds ist auch ein solcher von ESG-ETFs und vor allem ESG ETF-Portfolios denkbar (siehe auch [hier](#)<sup>268</sup>).

### **Potential für flexible B2B Robo-Software Anbieter**

Hilfreich für interessierte Vermögensverwalter und Banken ist dabei, dass die Implementierungskosten stark sinken. Vor einigen Jahren mussten Robo-Advisors noch teuer individuell programmiert werden. Dann traten die ersten spezialisierten B2B (Business-to-Business) Anbieter auf, deren Services vor allem auf Banken ausgerichtet waren und damit ebenfalls noch ziemlich teuer waren. Inzwischen bieten mehrere der als B2C (Business-to-Consumer) gestarteten Robo-Advisors, teilweise wegen Erfolglosigkeit im B2C Geschäft, auch B2B Services an (zur möglichen Umsetzung siehe z.B. [hier](#)<sup>269</sup>). Das senkt die Kosten.

Am ehesten werden sich meines Erachtens jedoch die Robo-as-a-Service Spezialisten wie United Signals oder Quantstore durchsetzen, die relativ geringe Startkosten und schnelle Implementierungen maßgeschneiderter Robo-Advisors ermöglichen.

### **Robo-Boom statt Robo-Sterben**

---

<sup>266</sup> <http://prof-soehnholz.com/warum-sich-das-weltmarktportfolio-so-gut-entwickelt/>

<sup>267</sup> <http://prof-soehnholz.com/aktiv-traditionell-offline-aendert-sich-in-passiv-esg-online-kapitalanlagen/>

<sup>268</sup> <http://prof-soehnholz.com/geldanlageinnovationen-sind-einfacher-als-gedacht/>

<sup>269</sup> <http://prof-soehnholz.com/kooperation-von-banken-und-beratern-mit-robo-advisors/>

Generell hinken ESG Angebote in den USA noch hinter europäischen Angeboten hinterher. Inzwischen fangen jedoch mehrere US und deutsche Onlineanbieter an, ESG Portfolios aufzunehmen.

Ich bin sehr zuversichtlich in Bezug auf eine stark zunehmende Nachfrage nach ESG und Onlineangeboten. Da es viele Banken und noch mehr Vermögensverwalter in Deutschland gibt, erwarte ich daher einen Boom abhängiger Robo-Advisors, kein Robo-Sterben. Für unabhängige Robo-Advisors bin ich skeptischer (siehe [hier](#)<sup>270</sup>).

## PERSONALISIERUNG: KÖNNEN NUR NACKTE REICH WERDEN? ODER: FREMD-VERSUS SELBSTPERSONALISIERUNG

Personalisierung ist ein heisses Thema: Der im Mai erschiene Global Retail Banking Report der Boston Consulting Group wurde „[The Power of Personalization](#)“<sup>271</sup> genannt. Aber im aktuellen Digital Banking Report mit dem Titel „[The Power of Personalization](#)“<sup>272</sup> heisst es: „94% of Banking Firms Unable to Deliver on ‘Personalization Promise‘“ (The Financial Brand, 4.9.2018). Dass Produkthanbieter Vorteile durch Personalisierung haben ist klar. Aber gilt das auch für Anleger?

### **Für personalisierte Angebote muss man „nackig“ sein**

Personalisierte Angebote werden auch im Bankbereich immer wichtiger. Auch Banken wollen jetzt das umsetzen, was Amazon und Co. schon lange sehr gut beherrschen. Dafür brauchen sie viele Informationen vom Geldanleger. Bildlich gesprochen muss sich der Anleger nackt machen und sich komplett durchchecken lassen, um eine massgeschneiderte Beratung zu bekommen. Die Begründung lautet analog zur Medizin: Nur wenn wir alles über den Anleger wissen, können wir perfekte Angebote machen.

### **Geldanlage ist nicht wie Medizin**

Aber muss das wirklich sein oder gibt es Alternativen? Der Hauptunterschied zur Medizin ist dabei: Eine gute Geldanlage ist viel einfacher, als die Behandlung komplexer Körper mit komplexen Medikamenten. Ausserdem ist Selbstberatung in der Geldanlage wahrscheinlich viel risikoärmer als Selbstmedikation.

### **Finanzplanung kann man selbst offline durchführen**

Sicher ist Personalisierung für die Geldanlage wichtig: Wieviel Vermögen man hat, wieviele Schulden, welches Einkommen, welche Einkommenserwartungen, Erbschaften und geplante Vererbungen, Gesundheitskosten, künftige Investitionen und Ausgaben etc. sollten bei einer guten [Beratung](#)<sup>273</sup> berücksichtigt werden.

---

<sup>270</sup> <http://prof-soehnholz.com/von-us- robo- advisors- koennen- wir- viel- lernen/>

<sup>271</sup> [http://image-src.bcg.com/Images/BCG-The-Power-of-Personalization-May-2018\\_tcm20-193016.pdf](http://image-src.bcg.com/Images/BCG-The-Power-of-Personalization-May-2018_tcm20-193016.pdf)

<sup>272</sup> <https://thefinancialbrand.com/74986/banking-personalization-targeting-trends/>

<sup>273</sup> <http://prof-soehnholz.com/anlageberater- robo- advisors- oder- modellportfolios- wer- wird- gewinnen/>



Aber will man all das einem Banker (Produktanbieter) offen legen? Und gibt es Banker, die all diese Themen plus Steuerfragen kompetent abdecken können?

Im Zweifel arbeiten Banken dafür mit standardisierter Finanzplanungssoftware. Für Selbstberater gibt es heute auf den ersten Blick kostenlose Onlinesoftware. Allerdings wird die Nutzung meist mit Daten bezahlt. Man zieht sich also freiwillig aus und weiss nicht wirklich, was man dafür bekommt.

Gute [Finanzplanungssoftware](#)<sup>274</sup> kann man aber auch ziemlich günstig kaufen und offline nutzen. Ich empfehle aber, die Ergebnisse mit Profis zu diskutieren. Diese Profis müssen jedoch nicht gleichzeitig auch Anbieter von eigenen Geldanlagen sein.

### **Haben Banker bisher gute Geldanlagen empfohlen?**

Viele Banker haben in der Vergangenheit „optimale“ Produkte für ihre Kunden empfohlen: Strukturierte Produkte, Steuersparmodelle, renditeorientierte geschlossene Fonds, aktive Fonds, Derivate, Kryptowährungen etc.. Nicht alle Anleger sind damit glücklich geworden.

Jetzt wollen Banker mehr Informationen von Anlegern haben, um ihnen personalisiertere Angebote zu machen. So ist es heute möglich, kosteneffizient individuelle Anlagezertifikate zu erstellen. Ob das für die Anleger gut ist, muss aber noch bewiesen werden.

### **Geldanlagen können einfach sein**

Zahlreiche Untersuchungen zeigen, dass passive Geldanlagen für die meisten Anleger besser sind als aktive. Inzwischen gibt es sehr viele passive Angebote aber auch zahlreiche gute kostenlose Tools zur Selektion von günstigen Exchange Traded Fonds (ETFs).

Aber das alleine reicht nicht. Die Allokation auf verschiedene Anlagesegmente gilt als schwierig. Dabei könnten Anleger ihre Allokation mit dem sogenannten [Weltmarktportfolio](#)<sup>275</sup> starten, das die Anlagen aller anderen Anleger weltweit mit günstigen passiven Fonds (ETFs) nachbildet.

Auch das ist aber nicht unbedingt ideal wenn man sich nicht mehr auf die Vergangenheit verlassen darf, weil sich Rahmenbedingungen ändern, so dass z.B. Anleihen zu riskanten Anlagen werden können.

### **Wichtige Rolle von Beratern und Benchmarks**

Es ist sehr wichtig, dass Anleger nicht die falschen passiven Anlagen bzw. nicht zu falschen Zeitpunkten kaufen oder verkaufen. Dabei könnten Berater grundsätzlich gut helfen.

---

<sup>274</sup> <http://prof-soehnholz.com/tolle-kostenlose-daten-und-tools-fuer-anleger-und-berater/>

<sup>275</sup> <http://prof-soehnholz.com/warum-sich-das-weltmarktportfolio-so-gut-entwickelt/>

Die Evidenz, dass Berater in der Vergangenheit richtig beraten haben, ist aber eher gering. So haben professionelle (aktive) Fondsmanager in Marktkrisen oft mehr Geld verloren, als die entsprechenden Märkte.

Allerdings war die Beurteilung von Beratung für Anleger bisher oft nicht einfach, da anerkannte Multi-Asset [Benchmarks](#)<sup>276</sup> fehlten. Mit den Weltmarktportfolios von [Diversifikator](#) – mit und ohne Risikosteuerung – stehen jetzt zumindest „most-passive“ Multi-Asset Benchmarks zur Verfügung.

### **Wieviel Personalisierung ist nötig?**

Das Leistungsangebot meiner Firma Diversifikator zeigt meine Antwort auf diese Frage. Diversifikator bietet neben dem Weltmarktportfolio auch Risikoreduktionsmöglichkeiten durch Beimischungen von Cash an, Portfolios ohne Anleihen und vor allem zahlreiche verantwortungsvolle Portfolios.

Für letztere erwarte ich den größten Personalisierungsbedarf, weil Anleger sehr unterschiedliche Vorstellungen davon haben, was für sie verantwortungsvoll ist und was nicht.

### **Wie kommt man zum personalisierten Portfolio?**

Ich bin der Ansicht, dass Anleger sich zunächst selbst ein Portfolio zusammenstellen sollten. Dazu können z.B. die Kriterien zur Risiko- und Portfoliowahl auf [www.diversifikator.com](http://www.diversifikator.com) genutzt werden. Ein standardisiertes Portfolio, wie z.B. das Global Equities ESG Portfolio, kann im zweiten Schritt um Wertpapiere „bereinigt“ werden, die nicht im Einklang mit den Wertvorstellungen des Anlegers stehen. Das nenne ich *Selbstopersonalisierung*.

Das so erstellte individuelle Portfolio kann dann an einen Berater übergeben werden der z.B. prüft, ob die Diversifikation des Portfolios ausreichend ist.

Derzeit sind solche individualisierten Einzelaktienportfolios noch mit relativ hohen Implementierungskosten verbunden. Aber das wird sich künftig ändern, weil auch deutsche Depotbanken immer effizienter werden. Ausserdem gibt es Fintechs wie Robinhood, die allerdings auch teilweise durch [persönliche Daten](#)<sup>277</sup> bezahlt werden wollen.

### **No Data statt Big Data**

Diversifikator nutzt Selbstpersonalisierung und einem „No Data“ Ansatz: Wir möchten möglichst keine Daten von Endkunden haben. Das halten wir für die beste Möglichkeit des Datenschutzes.

Beratern und den für die Implementierung nötigen Depotbanken müssen natürlich die gesetzlich vorgeschriebenen Informationen offen gelegt werden. Aber diese sollten der Fehlervermeidung des Anlegers dienen.

---

<sup>276</sup> <http://prof-soehnholz.com/multi-asset-benchmarks-gibts-nicht-will-keiner-oder-doch/>

<sup>277</sup> <https://bitcoinist.com/no-such-thing-as-a-free-lunch-robinhood-user-info-sold/>

Traditionelle Produktanbieter nutzen dagegen Big Data für die *Fremdpersonalisierung*, also die Sammlung von möglichst umfassenden persönlichen Daten von potentiellen Anlegern, um ihnen personalisierte Angebote zusammenstellen.

### **Besser selbstpersonalisiert als fremdpersonalisiert**

Personalisierte Services aus Verkäufersicht sind dabei im Idealfall intransparent, damit Anleger sie nicht effizient mit Alternativen vergleichen können. Es macht sich dabei besonders gut, wenn ein Produkt auf angeblich zweifelsfreier wissenschaftlicher Basis und mit Hilfe professioneller [Prognosen \(pseudo-\)optimiert](#)<sup>278</sup> und personalisiert wurde. Aber auch Profis können viel falsch machen (siehe [Evidence Based Investment Analyse](#)<sup>279</sup>).

Ich bin der Ansicht, dass Portfolios, die mit Hilfe von guten Tools und unabhängigen Beratern transparent „selbstpersonalisiert“ wurden, für Anleger attraktiver sind.

### **STARTUPRADIO-BEITRAG: WEALTH-TECH IST MEHR ALS ROBO-ADVICE**

In diesem Interview bei Startupradio.de geht es um Inhalte und Unterschiede von Wealth-Tech und Robo-Advice, um Wealth-Tech Entwicklungen in den USA aber auch um verantwortungsvolle Online-Geldanlagen, bei denen ausnahmsweise Deutschland die Nase vorn hat (s. <https://www.startupradio.de/wealthtech-die-disruptive-innovation-im-vermoegensmanagement-und-investment-bereich/>).

Interessante Quellen dazu sind <http://www.ftpartners.com/wealth-technology-report> und <http://www.investmentnews.com/article/20170719/FREE/170719928/robos-are-offering-sri-so-shouldnt-live-advisers>

### **WEALTHTECH FÜR MULTIMILLIONÄRE**

Robo-Advisors sind für junge Anleger entwickelt worden. Hauptnutzer sind aber oft über 40jährige Gutverdiener. Inzwischen gibt es Wealthtech (s.a. [Wealthtech-Beitrag](#)<sup>280</sup>) auch für sehr vermögende Anleger (siehe z.B. [www.ownly.de](http://www.ownly.de)). Anbieter solcher Lösungen müssen sehr viele Herausforderungen bewältigen.

### **Komplexe Ausgangslage: Viel Geld, viel Schaff**

Multimillionäre haben ihr Geld oft breit gestreut: Immobilien, Unternehmensbeteiligungen bis hin zu Kunst und Oldtimern und das Ganze auch noch oft kreditfinanziert und international breit gestreut. Bewertungen von solchen Anlagen und auch Steuerthemen können sehr komplex sein. Mit zunehmendem Alter werden zudem Erbschaftsgestaltungen und das Spendenmanagement immer wichtiger.

---

<sup>278</sup> <http://prof-soehnholz.com/investmentphilosophie-prognosefans-sollten-prognosefreie-portfolios-nutzen/>

<sup>279</sup> <http://prof-soehnholz.com/evidence-based-investment-analysis-new-first-online-trainings-available/>

<sup>280</sup> <http://prof-soehnholz.com/startupradio-beitrag-wealth-tech-ist-mehr-als-robo-advice/>

Multimillionäre kümmern sich meist nicht selbst im Detail um ihr Geld sondern lassen meist mehrere Vermögensverwalter für sich arbeiten. Oft beauftragen sie ihre Steuerberater, für eine Übersicht aller Finanzanlagen zu sorgen. Das erfolgt jedoch systematisch meist nur ein Mal pro Jahr.

Grundsätzlich möchten auch Multimillionäre ihre Anlagen verstehen und sie sind oft sehr kostenbewusst. Sie wissen aber nicht wirklich, wie viel Geld sie bei den jeweiligen Anlagen für fremde Services ausgeben.

### **Steigende Ansprüche durch technische Entwicklung**

Auch Millionäre nutzen das Internet und Smartphones. Sie erwarten daher, dass sie jederzeit und überall aussagekräftige Informationen zu ihren Finanzanlagen bekommen können. Dabei möchten sie zum Beispiel gerne wissen, welche Auswirkungen aktuelle und möglicherweise erwartete wirtschaftliche und politische Veränderungen auf ihre Kapitalanlage haben können („Stress-Tests“ und „Szenarioanalysen“). Das ist bisher schwierig.

### **Datenschutz ist wichtiger als Technik**

Das Problem ist nicht die fehlende Technik. Inzwischen gibt es Finanzplanungstools, die auch alternative Anlageklassen umfassen und umfassende Analysen zulassen (siehe Söhnholz, D. (2018): Fintechs für institutionelle Investoren, in Absolut Report Nr. 1, 50-55). Problematisch ist eher das Datenthema: Erstens möchten Multimillionäre nur sehr wenigen Personen einen kompletten Überblick über ihr Vermögen geben. Die Daten müssen zudem sehr sicher gespeichert werden. Datenschutz ist dementsprechend besonders wichtig für sie. Zweitens funktionieren die Tools nur gut, wenn die Anlagen, die erfasst werden, auch ordentlich und zeitnah bewertet werden. Viele illiquide Beteiligungen liefern jedoch oft nur jährliche Werte und auch die müssen oft kritisch hinterfragt werden. Es gibt aber inzwischen Bewertungstools, die illiquide Kapitalanlagen mit liquiden Proxies bewerten, z.B. Private Equity mit Small Cap Indizes und Immobilien mit Immobilienaktien (z.B. [Zusammenhang](#)<sup>281</sup> und aktuell Jorda, Oscar et al.: The Rate of Return on Everything, 1870–2015, Working Paper No. 25, Federal Reserve Bank of San Francisco, November 2017, S. 39: „the long-run levels of unlevered REIT and housing returns are remarkably similar“).

Ausserdem möchten Multimillionäre gerne verlässliche Szenario- und Simulationsrechnungen erhalten. Mit Hilfe von langfristigen Zeitreihen- und Faktoranalysen ist das relativ einfach möglich. Auch solche Tools sind inzwischen erhältlich (siehe z.B. unter "externe Quellen" auf [www.diversifikator.com](http://www.diversifikator.com) und [hier](#)<sup>282</sup>).

Im besten Fall erhalten die Anleger mögliche relevante Veränderungen ihrer Portfolios künftig proaktiv mitgeteilt. Technisch ist auch das kein Problem mehr, sofern die Daten an einer zentralen Stelle aggregiert und zeitnah bewertet und analysiert werden.

### **Regulierung nervt**

---

<sup>281</sup> <http://prof-soehholz.com/erstes-konsequent-verantwortungsvolles-globales-immobilienaktienportfolio/>

<sup>282</sup> <http://prof-soehholz.com/tolle-kostenlose-daten-und-tools-fuer-anleger-und-berater/>

Allerdings möchten unterschiedliche Millionäre auch individuell behandelt werden. Manche möchten häufige Informationen und andere eher selten. Was jedoch kaum jemand mag sind regelmässige Befragungen, wie sie von MIFID II vorgeschrieben und jetzt von der EU in Bezug auf Environment, Social und Governance (ESG) Themen geplant sind (s. [EU ESG Regulierung](#)<sup>283</sup>). Hier müssen Vermögensverwalter Wege finden, sich vorausgefüllte Fragebögen effizient bestätigen zu lassen. Noch ärgerlicher aus Millionärssicht sind Aufzeichnungspflichten der Vermögensverwalter. Diese zusätzliche Regulierung könnte dazu führen, dass Millionäre künftig die Zahl der von Ihnen genutzten Vermögensverwalter reduzieren werden.

Verwalter, die ihren Kunden möglichst schnelle, einfache und sichere Services anbieten, werden dabei Vorteile haben.

### **Millionäre sind kostenbewusst**

Millionäre sind oft kostenbewusst. Und das nicht nur, weil viele von Ihnen Unternehmer sind oder waren. Vermögensberater sollten daher gut erklären können, warum sie zum Beispiel teure Hedgefonds oder sogenannte aktive Fondsmanager nutzen statt günstiger (Faktor-)ETFs. Sie müssen erläutern können, warum sie bestimmte Private Equity Fonds selektiert haben, obwohl es tausende von anderen Fonds gibt, die die von anderen Multimillionären gezeichnet werden. Berater müssen künftig auch entweder überzeugende ESG-Angebote haben oder zumindest gut begründen können, warum sie solche Konzepte nicht nutzen.

Und einige Millionäre möchten die Vermögensverwaltungstools selbst Nutzen können um Anlageergebnisse im Detail nachvollziehen können, z.B. mit maßgeschneiderten Benchmarkings ihrer Kapitalanlagen.

### **Berater müssen oft Abrater sein**

Ein weiterer Punkt wird nur selten thematisiert: Vermögende Anleger haben oft Investmentideen, von denen gute Berater ihnen besser abraten sollten. Dazu ist aber umfassendes Wissen nötig. Ich habe auch noch kein Tool oder Wealthtech gesehen, das diese Rolle übernehmen kann oder will.

Sehr gute Berater gehen sogar noch weiter und beraten zum Thema Investmentphilosophie. Diese können meines Erachtens nach den Dimensionen regelbasiert ja/nein und prognosefrei ja/nein unterschieden werden (s. Söhnholz, D. (2013): Systematisierung und Diversifikation von Investmentphilosophien, in Absolut Report Nr. 6, 64-69).

Je nachdem welche Anlagephilosophie zugrunde liegt, sollte es zu unterschiedlichen Produkt- und Serviceangeboten kommen. Wer eine regelbasiert-prognosefreie Investmentphilosophie verfolgt, sollte vor allem passive Produkte und ein regelbasiertes Risikomanagement nutzen und braucht meist nur relativ wenige Informationen über Marktentwicklungen. Wer dagegen diskretionär-prognosebasiert anlegen möchte, muss aktiv nach den jeweils besten Portfolio- und Risikomanagern suchen und möchte meist viel häufiger und detaillierter informiert werden.

---

<sup>283</sup> <http://prof-soehholz.com/esg-regulierung-von-consultants-und-mehr-aufklaerung-von-anlegern-sind-sinnvoll/>

## **Robo-Advisors müssen noch viel lernen**

Robo-Advisor Konzepte bieten bisher meist nur stark standardisierte Anlagekonzepte an. Alternative Anlagen sind nur selten dabei und die Assetallokation und das Risikomanagement sind nicht immer modern, wie man daran feststellen kann, dass sich viele Anbieter direkt auf Markowitz berufen oder einen „95% Value at Risk“ als besonders fortschrittlich herausstellen. Und viele Robo-Advisors sind intransparent: Der Anleger kann nicht wirklich detailliert nachvollziehen, warum ihm welches Portfolio ins Depot gelegt wird.

Die gerühmte User Experience von Robo-Advisors ist vor allem auf Neukundengewinnung angelegt. Das Reporting und Monitoring der Kapitalanlagen ist stark davon abhängig, was die jeweilige Depotbank liefern kann und oft nicht wirklich befriedigend. So fehlen die aus meiner Sicht besonders wichtigen Faktor- und ESG-Analysen fast immer bzw. werden nicht transparent gemacht und sind schon gar nicht individualisierbar.

Es gibt also noch viel zu tun, bis die weiter steigenden Ansprüche von sehr vermögenden Anlegern durch Wealthtech erfüllt werden können.

## **FINTECHS FÜR INSTITUTIONELLE ANLEGER**

Anfang 2018 ist ein Beitrag vom mir mit dem o.g. Titel im Absolut Report Nr. 1 von 2018 erschienen. Institutionelle Anleger können den kompletten Beitrag direkt beim Verlag anfordern (Details s.u). Hier ist eine Zusammenfassung:

Bisher wird in Zusammenhang mit Fintechs meist über Privatkunden als Nutzer gesprochen. Daneben gibt es sogenannte B2B Fintechs, die sich vor allem an Banken und Vermögensverwalter richten (s. [Blogbeitrag<sup>284</sup>](#)). Nur wenige Fintechs haben explizit institutionelle Kapitalanleger als Haupt-Zielkunden. Aber einige Fintechs, die für private Kunden gegründet wurden, können auch für Institutionelle interessant sein.

### **Anlage- und nicht Tradingfokus**

Die Übersicht umfasst keine Fintechs, die nur kurzfristige Handelsaktivitäten bzw. Trading unterstützen. Die meisten der aufgeführten Firmen fokussieren auf einen besseren Zugang zu illiquiden bzw. intransparenten Kapitalanlagen, also nicht börsennotierten Aktien und Anleihen/Krediten, Immobilien, Private Equity und Hedge Fonds. Etliche weitere der Fintechs liefern interessante Rohdaten oder Datenanalysen für institutionelle Kapitalanleger. Einige bieten zudem Analyse- und Administrationstools bzw. -Services an.

### **Fintech-Definition**

Der Beitrag startet mit einer Definition von Fintechs, da die Abgrenzung gegenüber traditionellen Anbietern nicht immer ganz einfach ist. Neben den Kriterien Finanz- und IT-Fokus sollten die Services online angeboten werden und die Liste umfasst fasst nur konzernunabhängige Startups, wobei die ersten aus dem Jahr 1997 stammen, die Mehrzahl jedoch nach 2010 gegründet wurde.

---

<sup>284</sup> <http://prof-soehholz.com/robo-advisors-sind-auch-fuer-vermoegensverwalter-interessant/>



## **Alle Anlageklassen, aber nur wenige deutschsprachige Anbieter**

Die Liste enthält zur Zeit nur 9 deutsche und 7 Schweizer Anbieter, alle anderen kommen aus anderen Ländern, vor allem den USA. Dabei werden alle Anlageklassen abgedeckt, wobei der Fokus auf Aktien und Beteiligungen, Anleihen und Hedgefonds liegt.

## **Mehr und günstigeres Angebot aber kaum neue Produkte**

Die Fintechs können dazu beitragen, mehr und günstiger Daten, Research und Tools zu liefern und den Zugang zu kleinteiligen und intransparenten Investments (EK und FK von kleinen Unternehmen sowie anderen Private Placement Produkten) effizienter zu ermöglichen. Kaum einer der Anbieter liefert jedoch komplett neue Daten, Tools oder Produkte. Ausnahmen sind Tradingalgorithmen als Hedgefondersatz und einige neue ESG (Environment, Social, Governance) Angebote.

## **Anforderungsdetails:**

Institutionelle Investoren können den Absolut|report 01/2018 als kostenloses Leseexemplar anfordern. Weitere Informationen erhalten sie auch über [soehnholz@diversifikator.com](mailto:soehnholz@diversifikator.com). Als institutionelle Investoren qualifizieren sich nur Unternehmen, die ausschließlich für eigene Zwecke investieren und die keine Produkte im institutionellen Asset Management anbieten. Andere Interessenten erhalten bei Absolut Research Informationen zu dem Jahresabonnement.

Ihre Anfrage bitte mit detaillierten Kontaktinformationen senden oder faxen an:

[info@absolut-research.de](mailto:info@absolut-research.de) (Fax 0049 (0)40 303779-15)

## **TOLLE KOSTENLOSE DATEN UND TOOLS FÜR ANLEGER UND BERATER**

Welche Internetseite für wen am wichtigsten ist, muss jeder selbst beurteilen. Die weiter unten genannten Seiten sind aber für alle interessant, die sich mit dem Thema Asset Allokation auf verschiedene Anlageklassen beschäftigen und dafür Daten und Tools suchen, die kostenlos zur Verfügung stehen. Kostenlos muss aber nicht schlecht heißen. Manche der Daten und Tools sind besser als vieles, was ich bisher bei Profis gesehen habe.

## **Kostenlose Daten ab 1871**

Zunächst zu den Datenseiten. Wer viele und vor allem auch viele volkswirtschaftliche Daten sucht, ist bei der Federal Reserve Bank von St. Louis richtig. Sie wirbt mit über 500.000 internationalen Datenserien aus über 80 externen Quellen. Ich selbst arbeite allerdings nicht mit diesen Daten, weil ich sie für meinen prognosefreien Small-Data Ansatz nicht benötigte. Volkswirtschaftliche Daten sind zwar interessant, aber sie haben mir bisher kaum bei der Assetallokation geholfen. So ist schon die Prognose von zentralen Daten wie Zinsen, Wechselkursen und Ölpreisen schwierig. Beispielsweise werden seit sehr vielen Jahren steigende Zinsen prognostiziert, ohne dass diese bisher in nennenswertem Umfang gestiegen sind. Selbst wenn eine Datenprognose gelingen würde, gibt es kaum eindeutige Auswirkungen von einzelnen Datenänderungen auf Wertpapierpreise. Wertpapierkurse hängen von vielen Faktoren ab, von denen sehr viele schwer zu prognostizieren sind.

Meiner Ansicht nach sind Wertpapierpreisdaten aber hilfreich, um Verlustrisiken zu schätzen. Daher finde ich die Zeitreihen des Nobelpreisträgers Robert Shiller besonders interessant. Auf seiner Internetseite hat er für die USA monatliche Daten seit 1871 zusammengestellt und gibt neben Aktienkursen auch Unternehmensgewinne, Dividenden, Zinsen, Inflation und jährliche Hauspreise an.

Für die Analyse von Renditen von Aktien und Anleihen und Risikoprämien sind die jährlichen Daten von Aswath Damodar hilfreich, die ab 1928 zur Verfügung stehen.

Wer sich für die Performance von Faktoren wie Value und Small Cap interessiert, sollte die monatliche Faktorzeitreihe von Kenneth French nutzen, die ab 1920 zur Verfügung steht. Aber auch mit Hilfe dieser Quelle halte ich gute Risikoprämien- oder Faktorperformance-Prognosen für überaus schwierig.

### **Kostenlose Analysetools, die auch für Profis geeignet sind**

Gute Daten alleine reichen den meisten Profis nicht, um gute Portfolios zu beurteilen oder gar zu entwickeln. Dazu braucht man auch "Werkzeuge", sogenannte Tools.

Selbst für Profis ist es oft schwer, Multi-Asset Portfolios in unterschiedlichen Perioden zu beurteilen. Dazu ist der "Portfoliovisualizer" besonders gut geeignet. Damit können nicht nur Asset-Allokations-Backtests gemacht werden, sondern zum Beispiel auch unterschiedliche Rebalanzierungs- und Markttimingvarianten getestet werden. Der Portfoliovisualizer eignet sich auch für die Erstellung klassischer Optimierungen und sogar für Simulationen und Faktoranalysen. Nachteil aus deutscher Sicht ist der Fokus auf US-Anlageinstrumente und den US Dollar.

"Portfoliocharts" macht sehr gute grafische Analysen der Vergangenheitsperformances zahlreicher Anlageportfolios, z.B. eines sogenannten (David) "Swensen" Portfolios oder eines "Ivy" Portfolios, das große US Universitätsstiftungsanlagen nachbilden soll. Sehr anschaulich sind zum Beispiel die "Drawdown"-Charts. Besonders attraktiv finde ich die Heatmaps, mit denen man Anlegern sehr gut die Vorteile langfristiger Anlagen zeigen kann.

Wer anstatt mit US-amerikanischen und nicht immer völlig transparenten fremden Tools lieber mit transparenten Formeln bzw. Tabellenkalkulationen direkt arbeitet, sollte sich die Tools von Auer/Seitz ansehen. Diese sind gut für klassische Portfoliooptimierungen aber auch Value-at-Risk-Berechnungen geeignet und verfügen neben Derivate- und Anleihetools auch über einen Zufallsgenerator.

Für eigene Musterportfolios mit in Deutschland zum Vertrieb zugelassenen Wertpapieren kann man sehr gut die Tools auf [www.morningstar.de](http://www.morningstar.de) nutzen.

Damit stehen Kapitalanlegern und ihren Beratern viele gute Daten und Tools zur Verfügung, mit denen sie Aussagen von Produktanbietern kritisch prüfen bzw. hinterfragen können.

Die Links zu den hier genannten Datenquellen und Tools findet man auf [www.diversifikator.com](http://www.diversifikator.com) über das "Detailmenu" unter dem Punkt „Detaildokumente/Publikationen/Infoquellen“.

## ROBO-TOOLS: WAS BEIM KAUF ZU BEACHTEN IST

Robo-Advisor Technologie für die Geldanlage wird immer mehr zur Commodity. Schon in 2015, bei der Gründungsvorbereitung für Diversifikator, gab es in den USA kostenlose Robo-Advisor Shareware (s. z.B. wealthbot.io und diesen Blogbeitrag<sup>285</sup>). Inzwischen gibt es auch in Deutschland mehrere kommerzielle Anbieter. Es ist davon auszugehen, dass immer mehr Banken, Assetmanager und andere Vermögensverwalter und auch Fondsvermittler künftig Robo-Tools nutzen werden.

### Unterschiedliche Gruppen von Anbietern

Neben "B2B" Robospezialisten mit professionellen Zielkunden wie Fincite, Elinvar und Weadvice gibt es schon etwas länger am Markt etablierte Softwareanbieter wie aixigo (eigener Robo-Advisor siehe investify.com) und niio (www.niio.de; der eigene Robo unter www.niio.com), die auch solche Services anbieten.

Hinzu kommen Robo-Advisors wie Ginmon, Growney, Investify, Scalable, United Signals, Vaamo, Whitebox und andere, die ihre ursprünglich reinen B2C (Endkundenorientierte) Plattformen auch anderen Anbietern in White Label Lösung anbieten (zu weiteren Anbietern siehe z.B. die Digital Wealth Präsentation von micobo vom 13.12.2017 im Frankfurter Fintech Quartier).

Seit einiger Zeit bieten auch die sogenannten Pools bzw. Haftungsdächer Robo-Services bzw. Robo-Software an. Als weitere Gruppe kommen Depotbanken wie ebase mit Fintego und z.B. die DWS mit Wise und Union Investment mit MeinInvest hinzu. Auch Datenspezialisten wie vwd sind inzwischen auf der Angebotsseite zu finden.

### Vier bis sieben Standard Robo-Tools

Dabei gibt es zahlreiche Gemeinsamkeiten aber auch Unterschiede in den Angeboten und viele Besonderheiten, auf die Interessenten achten sollten.

Fincite aus Mühlheim an der Ruhr, einer der B2B Pioniere in dem Markt, und Aixigo bieten Robo-Tools für 4 Bereiche an: Bei Fincite heißen sie „Analyse“ für die Kundenanalyse, „Allocate“ für die Assetallokation und Produktselektion, „Manage“ für die Orderausführung und „Interact“ und „Connect“ für Portfolioanalyse und Reporting. Aixigo nimmt eine ähnliche Aufteilung vor: „Profile“ für die Kundenanalyse und „Onboard“ für die Depotöffnung, „Compose“ für die Assetallokation und Produktselektion, „Manage“ für die Orderausführung und „Analyse“, „Monitor“ und „Report“ für Portfolioanalyse und Reporting. Ähnlich ist es bei Elinvar mit "Portal", "Onboarding", "Investmentmanagement", "Bank- und Ordermanagement" und "Kommunikation und Reporting".

Dazu kommt bei Fincite noch „Save“ für Sparprogramme und „Discuss“ bei aixigo für die Interaktion zwischen Anbieter und Kunde.

### Unterschiedliche Anforderungen von Neu- und Bestandskunden

---

<sup>285</sup> <http://prof-soehnholz.com/tolle-kostenlose-daten-und-tools-fuer-anleger-und-berater/>

Natürlich unterscheiden sich die Angebote in vielerlei Hinsicht, z.B. in Bezug auf die User Experience und die dahinter liegende Technik. Dabei sind einige Dinge zu beachten: Zunächst muss man zwischen Neukunden und Bestandskunden unterscheiden. Um Neukunden zu gewinnen, darf man Interessenten vor allem bei der Kundenanalyse und dem technischen Onboarding nicht verlieren. Bei diesen Prozessschritten gibt es oft relativ viele Abbrecher, so dass ein sehr guter Kundensupport des Modulnutzers in dieser Phase sehr wichtig ist. Die Technik der Online-Legitimation und auch der Depotöffnung ist dagegen inzwischen schon „Commodity“.

Diese Robo-Tools werden aber nur für Neuanleger (Legitimation) bzw. zur jährlichen Risikoüberprüfung genutzt, andere Tools können häufiger genutzt werden und sind eher zur Differenzierung geeignet.

### **Risikoanalyse meist anhand von Volatilitäts- und nicht Verlusttoleranz**

Die Erfüllung regulatorischer Mindestanforderungen bei der Analyse bzw. Klassifikation von Interessenten ist selbstverständlich. Darüber hinausgehende Fragen an Interessenten verlängern den Prozess und werden daher aus UX (User Experience) Gründen kritisch gesehen. Zusatzinformationen abzufragen ist zudem nur sinnvoll, wenn diese Informationen im weiteren Prozess auch genutzt werden. Das scheint nicht immer der Fall zu sein.

Fast alle Standard-Softwareangebote bestimmen die Risikotragfähigkeit von Anlegern dabei anhand von Schwankungstoleranzen (Volatilitätstoleranz) und die angeblich idealen Portfolios anhand von deren historischen Schwankungsdaten. Für Anleger sind aber die möglichen Verluste mit Kapitalanlagen relevanter als ihre Schwankungen. Außerdem sind Anleihen in den letzten Jahrzehnten meist nur sehr wenig volatil gewesen bzw. haben gute Renditen gehabt, was sich aber künftig leicht ändern kann, so dass ein reiner Bezug auf Vergangenheitsdaten kritisch sein kann. Zudem können unterschiedliche genutzte Zeiträume zu sehr unterschiedlichen Resultaten kommen, z.B. je nachdem, ob das Krisenjahr 2008 berücksichtigt wurde oder nicht (siehe z.B. diesen Blogbeitrag<sup>286</sup> und auch den „Pseudo-Optimierer“ auf [www.diversifikator.com](http://www.diversifikator.com) zu den starken Sensitivitäten klassischer Optimierungen oder diesen Blogbeitrag<sup>287</sup>).

### **Meist einfache Allokationen aus Aktien und "risikoarmen" Anleihen**

Auch bei der Assetallokation sind oft nicht so viele Unterschiede zu finden: Anleihen werden als weitgehende risikolos angesehen und Aktien sind für die Rendite zuständig. Je nach Anzahl der gewünschten Risikoprofile werden Mischungen von 20 Prozent Aktien bis zu 100 Prozent Aktien angeboten. Manchmal findet man noch Rohstoff-Future-Produkte in den Portfolios und Immobilienaktien. Es gibt nur wenige Ausnahmen. So nutzt Liquid auch klassische alternative Anlagen, das aber erst ab relativ hohen Mindestinvestments.

Manche Robo-Advisors bieten inzwischen auch Themenportfolios an.

### **Meist werden nur liquide replizierende ETFs genutzt**

---

<sup>286</sup> <http://prof-soehnholz.com/schwankungen-sind-tolerierbar-intransparenz-nicht/>

<sup>287</sup> <http://prof-soehnholz.com/no-data-und-small-data-verschlechtern-die-anlageperformance/>

Auch bei der Produktselektion gab es zunächst kaum Unterschiede. Meistens wird nur auf ETFs zurückgegriffen. Die ETFs sollen meistens replizierend ("Derivatefrei") und nicht synthetisch sein und möglichst kostengünstig und liquide, dabei handeln einige Anbieter kaum und ETF-Liquidität müsste daher nicht so wichtig für sie sein. Auf Risiken von Wertpapierleihen von ETFs, die nicht so häufig kritisiert wurden wie Derivatennutzung, wird manchmal dagegen nur im "Kleingedruckten" hingewiesen.

Inzwischen gibt es einige - zumeist "abhängige" Robo-Advisors, die auch aktive Fonds berücksichtigen. Das führt zu relativ teuren Portfolios.

Zunehmend kommen auch Robo-Advisors an den Markt, die „aktiv“ einzelne Aktien selektieren und zu Portfolios kombinieren. Die Portfolios werden oft "aktiv" gemanagt, was ebenfalls typischerweise zu relativ hohen Gebühren führt.

### **Auf die effiziente Orderausführung achten**

Offenbar ist eine effiziente Order-Umsetzung nicht so einfach. Aktueller Marktführer in Bezug auf Robo-Kooperationspartner und durch die Zusammenarbeit mit Scalable wohl auch in Bezug auf die Assets under Management ist die Baader Bank. Mit einigem Abstand folgen die DAB und ebase. Auch die Sutor Bank, die FFB und die ING-DiBa haben konzernunabhängige Robo-Advisors als Kunden. Andere Onlinebanken, Retail-Depotbanken und sogenannte Vermögensverwalter-Banken sind bisher dagegen öffentlich noch kaum in Erscheinung getreten. Aber sie arbeiten an den Themen, wie zum Beispiel diverse Vorträge auf dem Fondskongress in Mannheim vom Januar zeigen.

Zu den Orderingtools zählen auch sogenannte Rebalanzierungstools. Je nach Konzept werden Robo-Portfolios unterschiedlich oft rebalanziert. Der „Aktivitätsindex“ von brokervergleich.de für Februar 2017 bis Januar 2018 zeigt, wie oft es in den Depots zu Umschichtungen kommt: „Während GINMON bisher keinen einzigen Kauf beziehungsweise Verkauf tätigte, sind zum Beispiel Whitebox und Scalable Capital zeitweise sehr aktiv“ heißt es dort.

Besonders bei vielen Umschichtungen braucht man eine gut funktionierende Rebalanzierungssoftware und für kleine Anlagevermögen auch die Möglichkeit, "Bruchteile" von ETFs bzw. Aktien umzusetzen, denn die mit Rebalanzierungen verbundenen Transaktionskosten können für Anleger oder Anbieter sehr hoch sein, wenn die Depotbank keine effiziente Umsetzungsmöglichkeit bietet.

Einige der Depotbanken haben (noch) keine effizienten standardisierten Vermögensverwaltungsprozesse und manche wickeln nur Fonds und keine Einzelwertpapierportfolios ab.

In den USA wird von Robo-Advisors auch noch Tax Loss Harvesting angeboten. Steuerinduzierte Verkäufe bzw. Käufe von Portfoliobestandteilen sind jedoch in Deutschland aktuell nicht attraktiv.

### **Defizite bei Analyse- und Reportingtools**

Portfolioanalyse- und Reportingtools hänge stark davon ab, was die jeweilige Depotbank an Daten liefern kann. In Bezug auf adäquate Benchmarks und Peergroups aber auch einfache Faktoranalysen ist hier offenbar noch Einiges zu tun. Nur wenige Robo-Advisors liefern genug gute Informationen, Daten und Tools, um intensive Analysen vor einer Investition zu ermöglichen. In kaum einem Fall können Endanleger die Assetallokationen und Wertpapierselektionen sowie das Risikomanagement vorab ordentlich prüfen.

In Bezug auf Kommunikationstools gibt es heute dagegen schon sehr kostengünstige Lösungen für Onlinechats. Gute Standard-Chatbots habe ich dagegen noch nicht gesehen. Aber das wird sicher noch kommen.

### **Die Wahl der richtigen Partner ist sehr wichtig**

Wenn man einen "eigenen" Robo-Advisor entwickelt, steht die Definition der Vertriebsstrategie an erster Stelle (s. z.B. diesen Blogbeitrag<sup>288</sup>). Erst danach sollte die Definition der Anlagestrategie und anschließend die Selektion der Depotbank folgen. Der Robo-Software-Lieferant und die passenden Robo-Tools können zuletzt ausgewählt werden. Wenn man keine eigenen Ressourcen für ein solches Projekt hat, sollte man einen Unternehmensberater mit einschlägiger Erfahrung dafür engagieren.

Wenn man einen eigenen Robo-Advisor möglichst schnell implementieren möchte, sollte man sich einen Robo-Partner suchen, der schon erfolgreich mit der gewünschten Depotbank zusammenarbeitet.

Auch die Frage, wie lange die Partner am Markt bleiben werden und wie sie ihre Software weiter entwickeln werden, ist von entscheidender Bedeutung. Diesbezüglich haben etablierte und größere Anbieter sicher Vorteile gegenüber neuen Wettbewerbern, die dafür vielleicht mit niedrigen Kosten und höherer Flexibilität punkten können.

Außerdem sollte man darauf achten, inwieweit die Kooperationspartner mit eigenen Lösungen mit einem selbst im Wettbewerb stehen. Dabei ist der Schutz der Endkundendaten besonders wichtig.

Lizenzen können ein weiteres Selektionskriterien sein. So sind Anbieter ohne Vermögensverwaltungslizenz darauf angewiesen, mit Partnern zu kooperieren, die sie unter ihr Haftungsdach nehmen. Das kann auch die Depotbank übernehmen.

Hinweis: Mein Unternehmen Diversifikator entwickelt innovative und besonders online geeignete "most passive" und "Pure ESG" Portfolios für Partner (B2B-Ansatz). Diversifikator arbeitet - je nach Kundenanforderung - mit unterschiedlichen Beratern, Softwareanbietern und Depotbanken zusammen (offene Plattform).

---

<sup>288</sup> <http://prof-soehnholz.com/hybridmodelle-worauf-traditionelle-finanzdienstleister-bei-robo-advisors-achten-sollten/>



## LISTE MIT ÜBER 50 FINTECHS FÜR INSTITUTIONELLE KAPITALANLEGER

Vor Kurzem durfte ich einen Beitrag zu „Fintechs für institutionelle Investoren“ im Absolut Report veröffentlichen (Zusammenfassung siehe hier<sup>289</sup>). Aufgrund positiver Resonanz zu dem Beitrag habe ich mich entschlossen, die Analyse hier fortzuschreiben.

Für die Liste dehne ich strenge Fintechdefinition etwas, um eine möglichst attraktive Liste von Fintechs für (semi)institutionelle Anleger und auch Assetmanager zusammenzustellen. Dabei werden Unternehmen mit überwiegenden Onlineservices aufgeführt, die für (semi)institutionelle Kapitalanleger, also auch kleine Stiftungen oder Family Offices, interessant sein könnten. Das gilt auch, wenn sie primär auf Business-to-Business oder Privatkundengeschäfte ausgerichtet sind oder ursprünglich als "Offline-Anbieter" gegründet wurden und jetzt überwiegend Online-Services anbieten aber älter sind als typischerweise junge Fintechs. Anbieter von klassischer Software werden nicht aufgenommen es sei denn es handelt sich z.B. um Anbieter von Online-Risikomanagementtools oder auch B2B Robo-Advisor.

Es werden nur Unternehmen in die Liste aufgenommen, welche die langfristigen Kapitalanlage unterstützen können, aber keine auf kurzfristiges Trading fokussierten Fintechs. Ausnahme sind Unternehmen die z.B. Algorithmen anbieten, die als eine Art Hedgefondsersatz angesehen können. Anbieter sogenannter Kryptowährungen werden nicht berücksichtigt, da es sich dabei meist nicht um Währungen sondern eher um elektronische Gutscheinsysteme mit spekulativem bzw. Tradingfokus handelt.

Aus Deutschland sind die folgenden Unternehmen zum Start der Liste dabei: Absolut Research, Ariva, Auxmoney, Crosslend, Diversifikator, Exporo, Firamis, Immorocks, JustETF, Placement-Board, QPLIX und United Signals. Aus der Schweiz sind zum Start Carbon Delta, Dealmarket, Fundbase, Investory, Partners for Sustainability, The Screener und WealthInitiative aufgeführt. Allerdings sind nicht alle Services der internationalen Anbieter ohne Weiteres auch für deutsche Anleger zugänglich.

Da ich die Services der Unternehmen bis auf wenige Ausnahmen nicht getestet habe, kann ich zu Kosten/Nutzen und Qualität der Services leider keine Aussagen machen.

Ich würde mich freuen, wenn sich Unternehmen, die ich übersehen habe, zur Aufnahme in die Liste bei mir melden würden. Auch Hinweise zu Ergänzungen in Bezug auf die aufgeführten Schwerpunktaktivitäten und andere Verbesserungen nehme ich für künftige Versionen natürlich gerne auf.

Institutionen, die ausschließlich für eigene Zwecke investieren und die keine Assetmanagement-Produkte anbieten, können den o.g. Beitrag aus dem Absolutreport 01/2018 als kostenloses Leseexemplar anfordern. Andere Interessenten erhalten bei Absolut Research Informationen zu dem Jahresabonnement: Kontakt: [info@absolut-research.de](mailto:info@absolut-research.de) (Fax 0049 (0)40 303779-15).

---

<sup>289</sup> <http://prof-soehnholz.com/fintechs-fuer-institutionelle-anleger/>

Die aktuelle „Liste mit über 50 Fintechs für institutionelle Kapitalanleger“ findet man auf [www.prof-soehnholz.com](http://www.prof-soehnholz.com)<sup>290</sup>.

Meines Wissens gibt es bisher keine vergleichbare Liste im deutschsprachigen Raum.

## SIND MACHINE LEARNING UND BIG DATA SCHLECHT FÜR KAPITALANLEGER?

„Maschinelles Lernen ist ein Oberbegriff für die „künstliche“ Generierung von Wissen aus Erfahrung: Ein künstliches System lernt aus Beispielen und kann diese nach Beendigung der Lernphase verallgemeinern. .... Das Thema ist eng verwandt mit .... „Data-Mining“ (Wikipedia, 19.11.2017). Unter Data-Mining „versteht man die systematische Anwendung statistischer Methoden auf große Datenbestände (insbesondere "Big Data" bzw. Massendaten) mit dem Ziel, neue Querverbindungen und Trends zu erkennen.“ (Wikipedia, 19.11.2017).

Während sich maschinelles Lernen zunächst gut anhört, wird „Data-Mining“ von unabhängigen Finanzexperten schon lange stark kritisiert. Mit meiner Firma [Diversifikator](#) verfolge ich bewußt einen möglichst einfachen Ansatz, der ohne (No Data) bzw. mit wenig (Small Data) Daten auskommt (s. auch [Evidenzbasierung](#)<sup>291</sup> und [Researchbasierung](#)<sup>292</sup>).

### **In effizienten Kapitalmärkten bringt Big Data keine Vorteile**

Es gibt mehrere mögliche Argumentationslinien: Wenn man von der vollkommenen Effizienz der Kapitalmärkte überzeugt ist, heißt das, dass die Kapitalmärkte jederzeit alle verfügbaren Informationen widerspiegeln. Ein Informationsvorsprung durch mehr oder andere Daten (Data-Mining) oder bessere Auswertungen der Daten (Machine Learning) wird nach dieser Theorie sofort bzw. - bei der abgeschwächten Markeffizienz-Annahme - kurzfristig von anderen Marktteilnehmern eingeholt, so dass man damit keine oder nur sehr kurzfristige finanzielle Vorteile erhält. Investitionen in Daten oder maschinelles Lernen lohnen sich so nur für sehr wenige Anleger und "Small Data" schadet nicht.

Wenn der Kapitalmarkt nicht effizient wäre, sollte es Finanzprodukte bzw. Portfoliomanager geben, die den Markt dauerhaft schlagen. Das war aber in der Vergangenheit nicht der Fall bzw. wenn es solche Manager bzw. Produkte gab, konnten sie nicht systematisch vorab identifiziert werden. Wenn es mal einem Manager gelang, jahrelang bessere Performance als eine adäquate passive Benchmark zu erwirtschaften, war das statistisch zu erwarten, also Zufall.

Trotzdem gibt es offenbar zunehmend mehr Anhänger von Big Data im Finanzsektor. Dabei ist Data-Mining nicht grundsätzlich neu, wie man z.B. bei einigen großen Hedgefondsanbietern feststellen kann, sondern kann mit heutigen Computerkapazitäten und verfügbaren Daten nur effizienter durchgeführt werden als früher. In der Vergangenheit war Data-Mining aber offenbar keine besonders erfolgreiche Geldanlagestrategie. Denn wenn Data-Mining in der Vergangenheit erfolgreich gewesen wäre, hätten viel mehr Finanzprodukte Überrenditen erbringen müssen (Nachtrag: siehe dazu auch Marcos Lopez de

---

<sup>290</sup> <http://prof-soehnholz.com/liste-mit-ueber-50-fintechs-fuer-institutionelle-kapitalanleger/>

<sup>291</sup> <http://prof-soehnholz.com/konzeptionell-regelbasierte-small-data-portfolios-statt-evidence-based-investing/>

<sup>292</sup> <http://prof-soehnholz.com/was-ein-robo-advisor-aus-aktuellem-research-lernen-kann/>

Prado: Top 10 Reasons Most Machine Learning Funds Fail, Computational Research Division, Lawrence Berkeley National Laboratory, Arbeitspapier vom 27.1.2018).

Sogenannte (oft Data-Mining basierte) Backtests mit sehr guten Rückrechnungsergebnissen sind relativ einfach zu produzieren. Inzwischen gibt es einen ganzen Zoo von Faktoren, mit denen man angeblich Outperformance genießen kann. Viele der Tiere im Zoo wurden mit Hilfe von Data-Mining identifiziert. Finanzprodukte mit guten Backtests zeigen jedoch sehr häufig relativ schlechte Performance, nachdem man sie tatsächlich am Markt kaufen kann. Das kann man z.B. aktuell an zahlreichen sogenannten Smart-Beta ETFs sehen (s.a. [Faktorinvestments](#)<sup>293</sup>).

Eines der Grundprobleme ist, dass Portfoliomanager für ihre Modelle neben guten Vergangenheitsdaten oft auch zahlreiche gute Prognosen benötigen, zum Beispiel Prognosen über Faktorentwicklungen. Finanzprognosen sind aber besonders schwierig („vor allem, wenn sie die Zukunft betreffen“, unbekannter Verfasser). So reicht es meist nicht, wenn die gute Performance attraktiver Faktoren der Vergangenheit einfach fortgeschrieben wird.

Man kann natürlich argumentieren, dass die EDV-Fortschritte erst jetzt so groß sind, dass maschinelles Lernen und Big Data künftig zu besseren Ergebnissen führen werden. Das wäre allerdings noch zu zeigen. Ich bleibe skeptisch.

### **Passive günstige "small data" Anlagen sind besser als aktive Anlagen**

Eher scheint das Gegenteil zuzutreffen: Einfache "Small Data" Geldanlagen scheinen komplexen "big data" Geldanlagen überlegen zu sein. Das sieht man nicht nur an den Vergleichen von aktiven (eher "Big Data") mit passiven (eher "Small Data") Geldanlagen. Dabei kann man noch argumentieren, dass die passiven nur besser abschneiden, weil sie mit weniger Kosten verbunden sind. Aber auch nach Bereinigung um die höheren Kosten sind aktive Manager meist nicht besser als passive.

Es gibt weitere Indikationen dafür, dass einfache Geldanlagen besser sind als komplexe. So erweist sich eine naive Allokation auf Anlageklassen, z.B. die 50/50 Aufteilung auf Aktien und Anleihen, oft als mindestens ebenso gut wie komplexere Allokationen.

Auch innerhalb der Anlageklassen kann man zeigen, dass Gleichgewichtungen von Aktien anderen Gewichtungsmethoden sehr oft überlegen sind ([Gleichgewichtung](#))<sup>294</sup>. Zudem kann man meist feststellen, dass Portfolios mit relativ seltenen Anpassungen sogar unabhängig von den teilweise sehr hohen Kosten häufiger Umschichtungen kaum schlechtere Ergebnisse bringen als Portfolios mit häufigeren Umschichtungen, selbst wenn diese durch noch so ausgearbeitete quantitative Risikomanagementsysteme veranlasst werden (siehe z.B.

---

<sup>293</sup> <http://prof-soehnholz.com/faktor-etfs-gut-fuer-anbieter-schlecht-fuer-anleger-ein-plaedoyer-fuer-gleichgewichtete-benchmarks-und-faktordiversifikation/>

<sup>294</sup> <http://prof-soehnholz.com/faktor-etfs-gut-fuer-anbieter-schlecht-fuer-anleger-ein-plaedoyer-fuer-gleichgewichtete-benchmarks-und-faktordiversifikation/>

Rebalanzierungen/Sparpläne und Dokument [Diversifikator Test von Risikomanagementmodellen](http://www.diversifikator.com)<sup>295</sup> auf [www.diversifikator.com](http://www.diversifikator.com)).

Hinzu kommt, dass viele der aktiven und/oder quantitativen Fonds in Bezug auf genutzte Daten und Modelle sogenannte Black Boxes sind, die selbst für professionelle Fondsanalysten kaum nachvollziehbar sind. Einfache Ansätze sind naturgemäß transparenter.

Und den zahlreichen benchmarkorientierten institutionellen Anlegern bringt Big Data und Machine Learning auch nicht viel, da sie sowieso nur möglichst wenig von ihren Benchmarks abweichen dürfen.

Geldanlage manager sollten daher nicht dazu gezwungen werden, möglichst viele Daten zu verarbeiten. Ein solcher Druck kann von der Aufsicht kommen oder von anderen sogenannten Stakeholdern.

Den Konflikt möchte ich an einem konkreten Beispiel verdeutlichen: So kann man argumentieren, dass z.B. verantwortungsvolle ESG-Portfolios (Environment, Social, Governance) sehr zeitnah Informationen zu möglichen Problemen ("Controversies") eines Unternehmens in einem dieser Bereiche umsetzen sollten. Damit müssen „News“ über alle Unternehmen sehr zeitnah verfolgt werden und es muss abgeschätzt werden, wie stark die möglichen Auswirkungen von News auf die E, S und G Dimensionen für das jeweilige Unternehmen wirken.

Inzwischen gibt es professionelle Anbieter, die solche Services teilweise sogar zu erträglichen Preisen verkaufen. Durch die Nutzung solcher Daten kommt es typischerweise zu Umschichtungen in Portfolios, die mit teilweise erheblichen Kosten verbunden sind. Wir konnten bisher nicht feststellen, dass die Nutzung solcher Informationen zu besseren Anlageergebnissen führt. Das liegt aber vielleicht auch daran, dass unsere Vorabselektion der Aktien hohe Anforderungen an die ESG Kriterien stellt.

### **Gut für Anbieter: Einfachere Compliance und Vermarktung mit Big Data**

Auch die ESG-Portfolios von Diversifikator sind daher sehr einfach und vor allem transaktionsarm bzw. kostengünstig gehalten (siehe [Konzeptionell-regelbasierte Portfolios](#)<sup>296</sup>). Aber institutionellen Anlegern werden Zusatzservices angeboten, so dass neue Entwicklungen bei Bedarf auch schnell umgesetzt werden können. So hilft „Big Data“ (Newsidentifikation) und Machine Learning (automatisierte Berechnung der möglichen Newsauswirkungen auf die E, S, G Qualität eines Unternehmens) in diesem Fall zwar nicht unbedingt dabei bessere Anlageergebnisse zu erreichen, aber interne (Compliance) und externe Anforderungen sind leichter zu erfüllen.

Weitere positive Auswirkungen von Big Data und maschinellem Lernen habe ich in der Kapitalanlage bisher aber noch nicht in überzeugender Form gesehen.

---

<sup>295</sup> <https://diversifikator.com/de/wp-content/uploads/2017/01/161230%20Diversifikator%20Test%20von%20Risikomanagement-Modellen.pdf>

<sup>296</sup> <http://prof-soehholz.com/konzeptionell-regelbasierte-small-data-portfolios-statt-evidence-based-investing/>

Anleger kaufen aber vielleicht trotzdem lieber ein „modernes“ Portfolio, das maschinelles Lernen und Big Data verfolgt, als ein einfaches“ Portfolio. Sie sollten jedoch immer versuchen, Transparenz über die Daten und Modelle der Portfoliomanager zu erhalten und vor allem die mit diesen Ansätze verbundenen (Transaktions-)Kosten beachten, denn bisher haben sich höhere Kosten in der Kapitalanlage nur sehr selten ausgezahlt.

Anders sieht es im Kundenservice aus. Hier kann mit Hilfe von vielen Daten und maschinellem Lernen grundsätzlich ein besserer Kundenservice geboten werden. Als Beispiel wird dabei gerne Amazon mit seinen maßgeschneiderten Kaufempfehlungen genannt. Dafür müssen jedoch Daten des Anlegers genutzt werden.

Aber auch in diesem Fall geht Diversifikator bewusst einen anderen Weg, den wir als "No Data" bzw. "Small Data" Ansatz bezeichnen. Geldanleger müssen ihren Depotbanken und Anlageberatern bzw. Vermögensverwaltern sowieso schon sehr viele und zunehmend mehr Daten offenlegen. Diversifikator selbst möchte diese Daten nicht auch noch einmal erheben (siehe [Fintechs und Datenschutz<sup>297</sup>](#)). Stattdessen werden Daten und Tools anmeldefrei und kostenlos zum "Test-it-Yourself" bereitgestellt.

Zur Bestimmung der individuell geeigneten Anlageallokation kann der Anleger selbst oder sein Berater mit Hilfe eines einfachen (Small Data) und komplett transparenten Tools die Verlusttoleranz des Anlegers feststellen. Es sind weder (meist intransparente) Prognosen noch Optimierungen nötig. Kriterienbasiert und ebenfalls prognose- und optimierungsfrei ("Small Data") können Anleger und Berater zum Beispiel aus mehreren verantwortungsvollen ESG Portfolios wählen.

Big Data und Machine Learning sind in Bezug auf Research und Umsetzung bzw. Handel mit zusätzlichen Kosten verbunden und führen damit tendenziell zu niedrigeren Kapitalanlagerenditen. Die Compliance und der Vertrieb bzw. Kundenservice kann jedoch damit grundsätzlich unterstützt werden. Ob Anlegern das Wert ist, müssen sie selbst entscheiden.

## DATENSCHUTZ UND REGULIERUNG VON ROBO-ADVISORS

Es gibt inzwischen auch in Deutschland zahlreiche sogenannte Fintechs. Vereinfacht gesagt sind das Unternehmen, die Finanzdienstleistungen mit Hilfe von (Internet-)Technik weitgehend oder komplett online erbringen. Das bringt viele Vorteile für Kunden, vor allem oft geringere Kosten als bei traditionellen Angeboten. Robo-Advisor sind eine Untergruppe der Fintechs. Sie sind auf Online-Finanzberatung spezialisiert. Deren wichtigste Untergruppen sind die Online-Versicherungsberatung und die Online-Anlageberatung („Anlage Robos“) und das Online-Trading („Handels-Robos“). Anlage-Robos übernehmen nehmen Finanzanalyse- auch klassische Portfoliomanagementaufgaben.

Ein typischer Anlageberatungsprozess<sup>298</sup> setzt sich wie folgt zusammen:

---

<sup>297</sup> <http://prof-soehholz.com/fintechs-und-datenschutz-kann-man-daten-wirklich-wieder-zurueckholen/>

<sup>298</sup> in Anlehnung an Hackethal/Meyer/Rochow 2011, S. 29; Quelle zum Anlageberatungsprozess: Hackethal, A.; Inderst R.; Meyer, St., Rochow, T. et al. (2011):

- Bestimmung der finanziellen Situation und der Präferenzen des Anlegers
- Vermögensallokation und Auswahl der Anlagetitel, z.B. ETFs oder Aktien
- Erstellung eines Anlagevorschlags
- Abschluss/Vertrag/Transaktion
- Information/Reporting
- Risikomanagement
- Überprüfung der Anlageentscheidung

Für eine gute Anlageplanung sollten das Vermögen, die Schulden, das laufende Einkommen, typische Ausgaben und zusätzliche Ausgabepläne von Anlegern bekannt sein. Um einen umfassenden Überblick zu haben, ist außerdem die Jobperspektive und das Jobrisiko wichtig sowie die familiäre Situation, konkret zum Beispiel erwartete Ausgaben für die Ausbildung von Kindern oder mögliche Pflegeaufwendungen für nahe Angehörige. Auch Informationen über kostspielige Krankheiten sind wichtig für die Finanzplanung. Hinzu kommen Informationen über den Status der gesetzlichen und betrieblichen Altersvorsorge und Erbschaftspläne.

Diese Informationen sollten idealerweise systematisch aufbereitet sein und auch regelmäßig überprüft werden. Dazu bietet sich Software wie Quicken<sup>299</sup> o.ä. an. Allerdings sind nur wenige kommerzielle Programme in der Lage, die o.g. Informationen in guter Form zusammenzufassen.

Wenn man sich gut beraten lassen möchte, sollte auch der Anlageberater über diese Informationen verfügen. Solche Daten gibt man nur Vertrauenspersonen. Man hofft, dass diese den Datenschutz sehr ernst nehmen. Es ist aber etwas völlig anderes, diese Daten „online zu stellen“. Skeptisch sollte man besonders dann werden, wenn die Onlineservices kostenlos erscheinen. Es gibt relativ wenige Onlineangebote, die aus humanitären oder sonstigen uneigennütigen Gründen kostenlos angeboten werden. Selbst in einem solchen Fall sollte man sich fragen, welche Datenschutzmaßnahmen sich ein solcher Anbieter leisten kann oder will, da er keine Einnahmen aus dem Service hat. Oft lassen sich Onlineanbieter jedoch zumindest teilweise indirekt auch mit „Daten“ bezahlen.

Wenn man sich für einen kostenlosen Newsletter anmeldet und seine E-Mail Adresse angibt, hat man damit normalerweise kein Problem. Aber die oben aufgeführten Informationen, die für eine gute Anlageplanung nötig sind, gehören zu den „sensibelsten“ persönlichen Daten.

Über eine möglicherweise mangelnde Regulierung von Fintechs wird schon seit einiger Zeit diskutiert. Mangelnde allgemeine Regulierung stellt in diesem Fall nicht das größte Problem an. Anleger überweisen üblicherweise kein Geld an Robo-Berater und schon gar nicht an unregulierte Fintechs, sondern nur direkt an regulierte Depotbanken. Diese müssen alle üblichen Regularien wie die für Datenschutz und Geldwäsche einhalten. Mit dem neuen „Finanzpranger“ hat die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht außerdem ein zusätzliches Mittel, um unerlaubte Einlagengeschäfte zu unterbinden.

---

Messung des Kundennutzens der Anlageberatung, wissenschaftliche Studie im Auftrag des Bundesministeriums für Ernährung, Landwirtschaft und Verbraucherschutz (BMELV) vom Dezember 2011

<sup>299</sup> Seit einiger Zeit Lexware FinanzManager genannt



Die Regulierung der Beratung ist schwieriger: Eine mögliche Fehlberatung durch Robo-Berater ist schwer feststellbar. Um eine Fehlberatung zu identifizieren, müsste man diese mit einer „richtigen“ Beratung vergleichen. Ich kenne aber keine allgemein anerkannten Kriterien für richtige Beratung. Ich habe online noch nicht mal ein z.B. von Verbraucherzentralen empfohlenes standardisiertes Anlage-Beratungsprotokoll finden können.

Man kann aber vermuten, dass eine korrekte Beratung nicht möglich ist, wenn nicht die wichtigsten der oben genannten Informationen abgefragt werden. Diese müssen dann auch gespeichert werden. Was meines Wissens bisher aber nicht diskutiert wird ist die Frage, inwieweit die sensiblen Kundendaten weitergegeben werden dürfen und ob sichergestellt ist, dass die Daten nicht in unerwünschte Hände fallen.

Gewiss kann man Kunden heute noch relativ einfach dazu bringen, ihre Einwilligung zur Datennutzung bzw. sogar zum Datenverkauf zu geben. Aber wie lange wird das noch möglich sein? Wenn man sowieso eine fast völlige Transparenz über die Einkommen und Vermögen sogar von Nachbarn hat, wie in Dänemark, erscheint das unproblematisch. Aber in Deutschland ist unsere Kultur noch anders. Wir sprechen nicht gern über diese Dinge. Wenn es künftig zu einem Datenleck kommt, bei dem solche sensiblen Daten bekannt werden, kann das für die Geschäftsmodelle der Fintechs bzw. Robo-Berater schnell kritisch werden. Zumal diese auch heute schon unter Druck stehen, weil die Kundengewinnung schwierig bzw. teuer ist.

## DATENSCHUTZ: KANN MAN ALLE DATEN ZURÜCKHOLEN?

Ich weiß nicht, ob Daten, die einmal zur Fremdnutzung freigegeben wurden, auch immer wieder „zurückgeholt“ werden können. Mir geht es dabei vor allem um Finanzdaten, die Überlegungen sind aber möglicherweise für andere sensible Daten auch relevant.

Wenn man sich die inzwischen üblichen Selbstvorstellungen (Pitches) von Fintechs auf Konferenzen anhört oder auf ihren Internetseiten ansieht, fallen unter anderem folgende Begriffe: Big Data, künstliche Intelligenz, Kontoaggregation, volle Transparenz über alle Finanzthemen usw. Das hört sich erst mal gut und nach „Convenience“ an. „Convenience“ kann man mit Komfort aber auch mit Bequemlichkeit übersetzen. Ein Schelm, wer Böses dabei denkt.

Spielen wir das doch einmal theoretisch durch: Man gibt einem Fintech (genauer: einer App) alle seine Konto-Passwörter, damit alle Konten bequem zusammengeführt werden. Das kostet noch nicht einmal etwas. Das ist toll!

Das Fintech will aber überleben, Geld verdienen oder sogar einen erfolgreichen sogenannten „Exit“ machen. Ein erfolgreicher Exit heißt, dass die Unternehmensgründer und die früh am Unternehmen Beteiligten ihre Anteile für viel Geld an dann neue Beteiligte verkaufen. Das Unternehmen wird aber nur schnell viel wert sein, wenn es Umsatz generieren kann. Und für Umsatz sind Einnahmen erforderlich, die zum Beispiel von Werbetreibenden kommen. Werbetreibende wollen möglichst zielgenaue Werbung betreiben und brauchen dafür möglichst viele Daten. Detaillierte Finanzdaten sind besonders begehrt. Wenn das Fintech Zugriff auf Girokonten und Anlagekonten hat, kann es sehr viel in Erfahrung bringen. So kann es herausbekommen, wie viel Geld man für einzelne Versicherungen zahlt und man kann alternative Angebote machen und vieles mehr. Auch das ist erst mal gut, weil man so ja

Geld sparen kann oder bessere Services oder Produkte für vergleichbare Kosten bekommen kann.

Das Fintech kann individuelle Daten nach Vorgaben der Werbetreibenden auswerten. Einfacher für das Fintech ist es aber, die Daten direkt an Externe weiterzugeben, zum Beispiel eine Versicherung, die wahrscheinlich besser ein passendes maßgeschneidertes Angebot für alternative Versicherungspolicen zusammenstellen können als das Fintech, denn das ist ja ihre besondere Expertise.

Der Nutzer, der ja für die Kontoaggregation nichts bezahlt, stimmt in der Regel schon bei Vertragsabschluss und oft nur mit einem „Häkchen“ zu, dass seine bzw. ihre Daten verwendet und ggf. sogar weitergegeben werden können. Zum Glück kann man laut Gesetz einem Unternehmen untersagen, die Daten künftig weiter zu verwenden bzw. sogar fordern, die Daten ganz zu löschen. Wenn man das macht, kann man aber auch keine kostenlosen Services mehr vom Unternehmen erwarten.

Nach aktuellen Umfragen sind viele Verbraucher gerne bereit Daten herzugeben, um kostenlose Services zu bekommen. Aus Sicht der Anbieter ist es also ein geringes Risiko, dass sie von einzelnen Nutzern keine Daten mehr nutzen dürfen, weil diese dem widersprechen. Technisch aufwändig wird es, wenn die Fintechs ihren Nutzern dokumentieren müssen, was sie mit den Nutzerdaten machen. Aufwändig ist es auch, wenn Nutzer wirklich wissen wollen, an wen ihre Daten weitergegeben wurden.

Wenn der Nutzer dann erfährt, an welche andern Unternehmen Daten von ihm/ihr weitergegeben wurden, kann er diese anderen Unternehmen auffordern, seine Daten zu löschen. Das ist ziemlich mühsam für den Verbraucher. Ich konnte bisher keine Bestimmung finden, die den Datenerstherber (hier: Fintech) zwingen, dafür zu sorgen, dass die weitergegebenen Daten ebenfalls gelöscht werden. Aus Datenschutzgründen ist das aber wichtig, auch wenn es weiteren Aufwand beim Datennutzer bedeutet.

Unklar ist mir auch, ob die Daten vom zweiten Unternehmen, an welches die Daten weitergehen, wiederum weiter gegeben werden dürfen, schließlich hat der Nutzer des Fintechs der Datenweitergabe ja anfangs ausdrücklich zugestimmt. Solange ich keine befriedigende Antwort auf diese Frage bekomme, werde ich persönlich sensible Daten äußerst ungern weitergeben. Und ich betrachte fast alle meine persönlichen Daten als potentiell sensibel.

Sofern bzw. solange Nutzer keine effiziente Möglichkeit haben, ihre Daten kurzfristig und effizient wieder „zurückzuholen“ erwarte ich, dass sich noch mehr Anbieter wie Diversifikator finden werden, die bewusst auf No bzw. Small Data setzen: No bzw. Small Data bedeutet, möglichst wenige Daten von Interessenten und Kunden haben zu wollen und diese Daten auch nicht weiterzugeben.

Und mit einigen Fintech Angeboten fühle ich mich auch ohne Datenweitergabe nicht wohl. Was passiert mit den Daten, wenn das Fintech in Finanznot gerät? Und das kann relativ häufig vorkommen, denn von Startups überleben meist nur relativ wenige.

Aber auch einige Angebote finanzkräftiger bzw. traditioneller Anbieter sehe ich skeptisch. Braucht man wirklich eine App, welche die aggregierten Vermögenswerte prominent auf dem

Smartphone anzeigt, und sei es auch nur die von einer Bank? Kinder und andere Verwandte aber auch Kollegen und andere Bekannte können oft unbeabsichtigt unseren Smartphone-Bildschirm einsehen. Möchte ich, dass jemand anderes sieht, dass mein Vermögen sehr klein oder sogar negativ ist? Oder finde ich es gut, wenn die Zahlen hoch sind und von jemand anderem gesehen werden? Kinder könnten anspruchsvoller werden oder andere Verwandte und Nachbarn mitleidig oder neidisch. Vielleicht ist das aber auch gut, weil ich mir so das unnötig dicke Auto oder die repräsentative Wohnung sparen kann. So (an)gesehen können solche Apps sehr gut beim Sparen helfen.

## EINE SERVICEPAUSCHALE IST ATTRAKTIVER ALS EIN HONORAR-STUNDENSATZ

Honorarberatung ist eine Finanzberatung gegen Honorar, welches vom Anleger bezahlt wird. Diese Art von Beratung ist in Deutschland noch kaum vertreten. Hier ist Provisionsberatung vorherrschend: Der Kundenberater bekommt seine Beratungs-(bzw. Verkaufs)leistung indirekt durch eine Provision vom jeweiligen Produkthanbieter bezahlt.

In den Niederlanden und Großbritannien ist die Provisionsberatung inzwischen verboten. In Deutschland wurde ein Verbot diskutiert aber bisher nicht umgesetzt. Künftig müssen Produkthanbieter jedoch nachweisen, dass die von ihnen gezahlte Provision zu Qualitätsverbesserungen in der Beratung führt. Es bleibt abzuwarten, welche Anforderungen an die Begründungen für Qualitätsverbesserungen gestellt werden. Bei scharfer Auslegung kann das ein „Provisionsverbot durch die Hintertür“ sein. Das erwartet aber kaum jemand in Deutschland.

Was mich bei der Diskussion am meisten wundert, ist, dass bei Honorarberatung fast nur über Kosten in Form von Beratungsstundensätzen gesprochen wird. Interessenvertreter der Honorarberater nennen mindestens EUR 150 pro Stunde, die für eine qualifizierte Beratung bezahlt werden sollte. Quirion von der Quirin-Bank zum Beispiel bietet telefonische Beratung für EUR 37,50 pro 15 Minuten an.

Kritiker der Honorarberatung führen an, dass alleine schon die Situationsanalyse des Kunden inklusive Beratungsprotokoll mehr als eine Stunde dauern kann. Künftig werden zudem höhere Anforderungen an die laufende Betreuung von Kunden gestellt. Kritiker bemängeln, dass sich Kleinanleger diese Beratung kaum leisten könnten und dann lieber Produkte ohne Beratung kaufen würden, was für diese Anleger nachteilig sein könnte. Diese Entwicklung könne man nach dem Provisionsverbot in Großbritannien sehen.

Kritiker eines Provisionsverbots behaupten, dass Kleinanleger beim traditionellen Provisionsmodell Beratung erhalten würden, die durch die Provisionen finanziert würden. Wenn man nachrechnet, wird die Diskussion schnell rationaler: Ein typischer deutscher Haushalt verfügt nur über etwa EUR 11.000 in Wertpapieren<sup>300</sup>. Nehmen wir an, dass der durchschnittliche Provisionsberater 1% p.a. laufende Provision an einem Wertpapier verdient (was hoch angesetzt ist) und keinen Ausgabeaufschlag mehr durchsetzen kann (einige Banken scheinen diese aber noch zu vereinnahmen): Dann erhält dieser Berater EUR 110 p.a. für

---

<sup>300</sup> Einkommens- und Verbrauchsstichprobe (EVS) des Statistischen Bundesamtes für 2012, ohne Versicherungsanlagen

diesen Haushalt, sofern er ihn komplett betreut. Dafür wird der Provisionsberater kaum mehr als eine Stunde Betreuung bzw. Beratung im Jahr investieren wollen.

Alternativ kann sich der durchschnittliche deutsche Haushalt eine Beratungsstunde beim Honorarberater leisten. Die Hürden dafür sind aber hoch: Der Kunde muss sich einen solchen Berater suchen, ihm sein Finanzen im Detail erklären, und dann noch die Hürde überwinden, einen Vertrag zu unterschreiben nachdem er EUR 150 pro Stunde zahlt und nicht sicher ist, was er dafür bekommt. Den Provisionsberater kennt er vielleicht schon, der Berater kennt ihn und ein Produkt ist oft auch schnell identifiziert für den Kunden. Ein Wechsel zu einem Honorarberater erscheint für viele Kleinanleger daher unattraktiv.

Warum mögen Provisionsberater keine Beratung gegen Stundensätze? Die neue Honorarberatungsregulierung erlaubt ihnen doch nur noch sich unabhängig zu nennen, wenn sie Honorarberatung anbieten. Das ist doch ein starker Anreiz, auf Honorarberatung umzustellen. Aber Berater haben nur eine begrenzte Anzahl von Stunden zu verkaufen. Viele ihrer Arbeitsstunden können nicht verkauft werden, weil sie der Administration oder Reisen dienen oder nicht zu den Zeiten des Kunden passen. Das Modell ist für sie also nicht skalierbar und damit oft finanziell nicht attraktiv genug.

Aber Verbraucherschützer mögen keine Provisionsberatung: Sie befürchten, dass dabei Produkte mit höheren laufenden Provisionen verkauft werden, weil Provisionsberater mehr an diesen verdienen. Teure Produkte kosten aber Rendite und sind daher nicht unbedingt die besten Produkte für Anleger. Bei Ausgabeaufschlägen bzw. Einmal-/Vorabprovisionen haben Verbraucherschützer zudem die Sorge, dass Kunden unnötig zum Wechsel von Produkten verleitet werden, denn jeder Produktwechsel bringt neue Einmal-/Vorabprovisionen.

Als Produktanbieter oder Provisionsberater kann man ganz gut argumentieren, dass die Beratung bzw. der Aufwand vor der Kundeninvestition erfolgt und daher Einmalgebühren berechtigt sind. Aber Produktwechsel sind oft mit hohen bzw. unnötigen Transaktionskosten verbunden. Ein Verbot von Einmal- bzw. Vorabprovisionen ist daher viel einfacher zu begründen als ein Verbot von laufenden Provisionen, die zumindest nicht zu unnötigen Produktwechseln verleiten, es sei denn, Berater empfehlen Produkte mit höheren Provisionen als Bestandsprodukte. Das ist zum Beispiel fast immer dann der Fall, wenn geschlossene Fonds oder strukturierte Anlagen klassische Investmentfonds ersetzen sollen.

Neben Provisionsberatung und stundenbezogener Honorarberatung gibt es ein drittes Modell, welches bisher kaum diskutiert wurde: Die vom Kunden bezahlte Servicepauschale, eine andere Ausprägung der Honorarberatung. Aus Sicht von Honorarberatern ist das interessant: Statt eines Stundenhonorars vom Kunden bekommen sie eine Pauschale, die z.B. von den betreuten Anlagevolumina abhängig sein kann, also z.B. 1% p.a. auf die beratenen Anlagen.

Die Berater werden also vom Kunden bezahlt und nicht mehr vom Produktanbieter, haben aber grundsätzlich die gleichen Einnahmemöglichkeiten wie im Provisionsberatungsmodell. Das kann dazu führen, dass sie z.B. künftig mehr günstige ETFs (Exchange Traded Fonds) für ihre Kunden selektieren statt teurer Fonds, da sie nicht mehr von Anbieterprovisionen abhängig sind. Mögliche Fehlanreize gibt es allerdings auch in diesem Modell: So verdient der Berater mehr, wenn die betreuten Kapitalanlagen steigen. Der Berater hat so einen Anreiz, gehebelte Investments zu empfehlen, auf die Provisionen auch auf das gehebelte Volumen anfallen können.

Solche Fehlanreize sind aber zu managen. Gute Berater sind an der langfristigen Zufriedenheit ihrer Kunden interessiert. Es sollte auch im Sinne von Verbraucherschützern sein, dass gute Berater auf ein Honorarberatungsmodell umstellen. Das wird Beratern mit einem Servicepauschalen-Modell sehr viel einfacher fallen als mit einem stundensatzbasierten Honorarmodell.

Technisch ist das Servicepauschalenmodell recht einfach umzusetzen: Honorarberater benötigen immer einen Vertrag mit ihren Kunden, in dem das vermögensbasierte Honorar vertraglich zugesichert wird. Das Honorar kann dann direkt von Depotbanken an die Berater abgeführt werden. Das wird zwar nicht dazu führen, dass die typischen Kunden mit einem Depot von 11.000 EUR plötzlich mehr beraten werden als vorher. Aber die Beratungsintensität sollte auch nicht sinken, wie es bei stundenbasierten Honorarmodellen der Fall sein kann, auch weil Kunden in dem stundenbasierten Modell immer wieder die Zustimmung für weitere Beratungsstunden- bzw. Zahlungen geben müssen, sofern sie nicht pauschale Beratungsstunden vereinbart haben.

Insgesamt sollte der Kunde von einem Servicepauschalenmodell profitieren, weil er jetzt günstigere Wertpapiere (ohne Provisionen) ins Depot bekommt und dadurch eine bessere Rendite erreichen kann als bisher. Bei einer besseren Rendite steigt auch die Zufriedenheit des Anlegers und das sollte auch für den Berater positiv sein.

Ein solches Servicegebührenmodell macht den Umstieg von klassischen Provisionsberatern auf „Honorarberatung“ wesentlich leichter und führt dazu, dass der Anleger seinen Berater einfacher behalten kann. Vielleicht führt das sogar zum – von Verbraucherschützern lange gewünschten – Aufschwung für die Honorarberatung zu Lasten der Provisionsberatung.

Es gibt aktuell allerdings eine Hürde für die Honorarberatung, sei es stundenbasiert oder Servicepauschalen-basiert: So gibt es einen steuerlichen Nachteil gegenüber der Provisionsberatung. Provisionen sind derzeit umsatzsteuerbefreit, wenn sie vom Produktanbieter an den Berater gezahlt werden. Wenn der Kunde eine Servicepauschale oder Stundenhonorar an den Berater zahlt, fällt dagegen Umsatzsteuer an. Das macht diese Art der Bezahlung um 19% teurer als die anbieterbezahlte Provisionen. Hierfür sollte eine befriedigende Lösung gefunden werden.

## MIFID II: TUNING FÜR ETABLIERTE BANKEN? 20 THESEN

Gut gemeint ist nicht unbedingt auch gut gemacht: Am 13.7.2017 hat die europäische Wertpapieraufsicht (ESMA) das Konsultationspapier für die Richtlinien für die Geeignetheitsprüfung von Kapitalanlagen veröffentlicht (siehe dazu auch Beitrag von RA Christian Waigel vom 20.7. in [www.dasinvestment.com](http://www.dasinvestment.com) "Mifid II: 7 Neuerungen für Berater, Robo-Advisor und Kunden"). Schon vor dieser Veröffentlichung war klar, dass Anlageberatungen künftig aufgezeichnet und gespeichert werden müssen. Aber erst mit dem Konsultationspapier wird deutlich, wie viele und wie detaillierte und umfassende Fragen Anleger beantworten müssen. Hinzu kommt, dass kritische und regelmäßige Überprüfungen der Antworten verpflichtend werden.

Anders als von vielen Beratungsanbietern noch vor einiger Zeit befürchtet, gibt es kein Provisionsverbot. Dafür müssen die Kosten der Geldanlage detailliert und aufwändig offen gelegt werden.

Hier sind meine 20 Hypothesen, was Mifid II für Anleger und Anbieter bedeuten wird und wer zu den Verlierern oder den wenigen Gewinnern gehören könnte:

1. Mit Sicherheit erhöhen die neuen Pflichten die Kosten für Beratungsanbieter.
2. Höhere Kosten werden entweder den Interessenten aufgebürdet, oder die verlangten Minimumanlagen ab denen Anlageberatung angeboten wird, werden erhöht.
3. Höhere Beratungskosten führen zu geringeren Renditen oder, wie in Großbritannien nach dem Provisionsverbot, zu geringeren Kapitalanlagen in Wertpapieren, weniger professioneller Beratung und mehr Selbstberatung.
4. Etliche kleine Anbieter von Anlageberatung werden die Anlageberatung einstellen und müssen so vielleicht sogar ihr ganzes Geschäft einstellen.
5. Berater werden versuchen, Kosten zu reduzieren, indem sie so viele der laut Mifid nötigen Angaben wie möglich durch den Anleger selbst in Online-Formulare eingeben zu lassen und so viele Datenprüfungen wie möglich zu automatisieren.
6. Anleger, die sich meist sowieso nicht gerne mit Geldanlagen beschäftigen, werden diese Angaben nicht bei mehreren Geldanlageanbietern machen wollen, sondern möglichst nur einmal. Anbieterwechsel werden also tendenziell noch geringer werden, als sie heute schon sind.
7. Anleger werden ihre Daten in erster Linie Geldanlageanbietern ihres Vertrauens zur Verfügung stellen. Das kann der langjährige persönliche bekannte Berater sein, wenn er denn sein Geschäft weiter betreibt, oder die Bank des Vertrauens. Es wird eher kein neuer unabhängiger Robo-Advisor sein sondern eher Robo-Plattformen, die zu etablierten Anbietern gehören, wie man in den USA an Vanguard und Charles Schwab sieht.
8. Technisch könnte diese Einmalangabe des Anlegers einfach auch anderen Geldanlageanbietern zur Verfügung gestellt werden. Das werden Anleger aus Datenschutzgründen jedoch nicht ohne Weiteres machen. Vielleicht etabliert sich aber auch ein neuer zentraler Service in diesem Bereich (neues Fintech?).
9. Anleger werden sich künftig vor Abschlüssen noch stärker online informieren, aber wohl weiter offline Beratung suchen (ROPO - Research online, purchase offline - also andersherum als im Einzelhandel).
10. Anleger, die sich künftig - wie schon meist bisher auch - an nur einen einzigen Berater wenden, erwarten von diesem Berater daher eine umso bessere Beratung.



11. Anbieter, die künftig nicht sehr hohe Transparenz und ausführliche Informationen zu den Vor- aber auch Nachteilen der angebotenen Produkte auch online bereithalten, werde es schwer haben, ihre Kunden zu halten.
12. Anbieter, die künftig keine kostengünstigen Produkte wie z.B. ETFs im Angebot haben, werden es schwer haben, ihre Kunden zu halten bzw. das Geschäft mit diesen auszuweiten.
13. Auch Anbieter, die Selbstentscheider unterstützen (und mit dieser Unterstützung Geld verdienen wie Robo-Advisors), können von der neuen Regulierung besonders profitieren.
14. Die Regulierung wird insgesamt zu günstigeren Kapitalanlagen führen, obwohl die Beratungskosten im Einzelfall oft steigen werden, denn der Anteil an (kostengünstiger) Selbstberatung und an kostengünstigen Produkten wird steigen.
15. So wie die Geeignetheitsfragen aktuell vorgesehen sind, werden Anleger noch risikoärmere Portfolios halten als sie bereits jetzt schon tun. So führt das von Mifid präferierte sogenannte regulierungsunterstützte Goal-Based Investing (siehe Beitrag "[Goal-based investing](#)"<sup>301</sup> dazu) zu niedrigeren Quoten potentiell renditestarker Anlagen wie Aktien. Außerdem stellen die Geeignetheitsfragen sehr stark auf Schwankungen ab und nicht genug auf mittelfristige Verlustrisiken, die auch bei Aktien relativ gering sind (siehe Abschnitt „Risikowahl“ auf [www.diversifikator.com](http://www.diversifikator.com)). Es ist zu hoffen, dass die vom Anleger abgefragten Risikoeinschätzungsinformationen künftig intelligent analysiert werden, was heute eher selten der Fall zu sein scheint (siehe Michael Tertlit/Peter Scholz: To Advise, or Not to Advise — How Robo-Advisors Evaluate the Risk Preferences of Private Investors, Hamburg 2017). So sollte zum Beispiel klar sein, dass eine 80jährige Anlegerin mit einem hohen Vermögen auch eine hohe Aktienquote vertragen kann.
16. Mifid II wird nicht zur Zunahme von typischer Honorarberatung führen, bei der Beratungszeit bezahlt werden, da durch höhere Regulierungsvorschriften mehr Beratungsstunden bezahlt werden müssen, was Anleger nicht mögen. Von Produkthanbietern bezahlte Provisionen werden dagegen für unkritische Anleger attraktiv bleiben, wenn Vermittler erfolgreich suggerieren können, dass durch ihre Beratung Anbieterprovisionen gespart werden können. Kritische Anleger werden eher günstige Endprodukte haben wollen und werden dafür bereit sein, den Beratern direkt eine laufende Beratungs- oder Verwaltungsprovision zu zahlen, die Anlagevolumensabhängig sein kann. Da Anbieter mit solchen Provisionen sogar mehr verdienen können als mit teilweise rückvergüteten Produkthanbieterprovisionen, werden solche Modelle zunehmen.
17. Offen ist, wie Anbieter, die bisher nur auf aktive Fonds gesetzt haben, ihren Bestandskunden erklären, dass ETFs vielleicht doch gar nicht so schlecht sind. Vielleicht argumentieren sie dann, dass ETFs in letzter Zeit so viel besser geworden sind, dass man sie jetzt beruhigt anbieten kann.
18. Die Erklärungen, die nötig sind, um ETFs an Anleger zu verkaufen, sind aber gar nicht so einfach. Man kann einen Multi-Asset Fonds eines sogenannten Starfondsmanagers relativ einfach verkaufen, denn die Anleger müssen nur dem Starfondsmanager vertrauen. Einen aktiven Fonds aus ETFs zu verkaufen macht wenig Sinn, wenn man aktive Fonds vermeiden möchte. Aber Anlegern ein Portfolio aus mehreren ETFs zu verkaufen, erfordert gute Allokationsargumente und ist aufwändig, gerade wenn man auf ein zusätzliches Risikomanagement wert legt. Das wird insgesamt zur stärkeren Verbreitung von standardisierten ETF-Vermögensverwaltungen bzw. Muster- und Modellportfolios führen.
19. Bisher gibt es keine etablierten Benchmarks für Multi-Asset Fonds. Schon einfache Benchmarks aus 50% Aktien und 50% Anleihen sind schwer zu schlagen. Künftig werden

---

<sup>301</sup> <http://prof-soehnholz.com/fuehrt-goal-based-investing-zu-niedrigeren-aktienanlagen-und-besseren-beratungsergebnissen/>

auch investierbare Multi-Asset Benchmarks (siehe z.B. [Weltmarktportfolio](#)<sup>302</sup>) populärer werden. Das wird zu einem relativen Rückgang der Anlagen in aktiven Multi-Asset Portfolios führen.

20. Wenn es trotz all der detaillierten Regulierung eine Regulierungslücke gibt, dann ist das aus meiner Sicht das Thema verantwortungsvolle Kapitalanlagen. Es ist heute relativ einfach, in Bezug auf Fonds bzw. Portfolios festzustellen, wie gut sie in Bezug auf soziale, ökologische und Governance (ESG) Kriterien sind. Aber auch ohne Transparenzpflicht ist zu erwarten, dass Anbieter künftig zunehmend mehr ESG-Transparenz in ihre Angebote bringen werden.

Von der neuen Regulierung werden also wahrscheinlich vor allem die etablierten Banken profitieren, allerdings müssen auch sie ihr Produktangebot, ihre Preispolitik und ihre Transparenz erheblich verbessern.

## INSTITUTIONELLES HERDING IST EIN VIEL GRÖßERES PROBLEM ALS ALGO-HERDING ODER ROBO-HERDING

Der Governor der Bank of England sieht „Algo-Herding“ bzw. Herdenverhalten von Robo-Advisors als ein potentielles Problem: „Robo-advice and risk management algorithms may lead to excess volatility or increase pro-cyclicality as a result of herding, particularly if the underlying algorithms are overly-sensitive to price movements or highly correlated“ (Mark Carney, Governor der Bank of England, am 26.1. 2017 laut Citywire.co.uk). Das sehe ich nicht so.

Robo-Advisors managen heute nur sehr wenige Anlagegelder. Selbst in den USA, in denen es Robo-Advisors schon erheblich länger gibt als in Deutschland, haben nur sehr wenige der über einhundert Robo-Advisors bisher mehr als eine Milliarde Dollar an Kundenvermögen akquiriert. Herding ist also trotz sehr guter Wachstumsraten der wenigen großen Anbieter auf längere Sicht kein volkswirtschaftlich relevantes Problem.

Aber selbst wenn Robo-Advisors sehr viel Geld managen würden, wäre Algo-Herding äußerst unwahrscheinlich.

Das kann man am besten mit Beispielen erklären. Zunächst nehmen Robo-Advisors typischerweise eine Risikoeinteilung von Anlegern vor. Diesen Risikoklassen werden verschiedene Portfolios zugeordnet. Wenn es nur Aktien und Anleihen als Anlagemöglichkeiten gäbe, würden risikoscheuen Anlegern meist Kombinationen von 20 bis 30% Aktien mit 70 bis 80% Anleihen und risikofreudigen Anleger 60 bis 100% Aktien mit 0 bis 40% Anleihen angeboten.

Die „erste Generation“ von Robo-Advisors ändert diese Allokationen normalerweise nicht, also auch nicht in Marktkrisen. Easyfolio ist ein Beispiel für einen solchen Ansatz.

Typischerweise investieren aber nicht alle Anleger gleichzeitig all ihr Geld in Robo-Portfolios, sondern das Geld fließt den Robo-Advisors über die Zeit zu. Ich sehe nicht, wie das zu Herdingproblemen führen sollte, selbst wenn sehr viele Robo-Advisors so anlegen würden.

---

<sup>302</sup> <http://prof-soehnholz.com/das-most-passive-anlageportfolio-der-welt-ist-sehr-attraktiv/>

Es gibt aber kaum Bedarf für viele „me too“ Robo-Advisors, die den gleichen Ansatz verfolgen. Robo-Advisors versuchen sich daher z.B. durch das Angebot weiterer Anlagesegmente und durch mehr oder aktives (Risiko-)Management voneinander abzuheben. Aber wenn mehr Anlagesegmente und aktives (Risiko-)Management in Spiel kommen, sinkt das Herdingrisiko.

Das liegt an der Modell- und Inputsensibilität von Assetallokationen. Selbst Anlageprofis ist manchmal nicht bewusst, wie sensibel Allokationen auf zusätzliche Anlagesegmente reagieren (siehe z.B. Söhnholz, D. und Burkert, M.: Naive strategische Asset Allocation, in: Absolut Report Nr. 43 von 2008 S. 14 ff.). Kapitalanlage-Allokationen hängen außerdem sehr stark von den – je nach Robo-Advisor unterschiedlichen - Prognosen für die erwarteten Risiken und Renditen der Anlagesegmente und vor allem den angenommenen Abhängigkeiten (Korrelationen) untereinander ab.

Rendite-, Risiko und Korrelationsprognosen können selbst dann sehr unterschiedlich sein, wenn alle Robo-Advisors die gleichen Vergangenheitsdaten zur Verfügung haben. So ist der Output von Allokationsmodellen stark von den verwendeten Indizes und Perioden abhängig. Sogar wenn alle Anbieter Trendfolge zur Risikosteuerung nutzen würden, können sehr unterschiedliche Allokationen aus z.B. 20 oder 40 oder 200 Tageperioden und unterschiedlich Umsetzungsmodi resultieren.

In Anbetracht der Vielzahl möglicher Kombinationen von Anlagesegmenten ist es statistisch extrem unwahrscheinlich, dass Modelle mit identischen Daten „gefüttert“ werden.

Hinzu kommt, dass Robo-Advisors, wie andere Anbieter von Asset-Allokationen auch, mit Szenarien und Simulationen arbeiten. Und Szenarien mit kleinen Annahmeunterschieden können zu sehr großen Allokationsänderungen führen bzw. einzelne Simulationen können sehr stark voneinander abweichen.

Daher werden sich Allokationen von Robo-Advisors typischerweise nennenswert unterscheiden.

Um das deutlich zu machen, haben wir zwei einfache „Pseudo-Optimierer“ programmiert und auf [www.diversifikator.com](http://www.diversifikator.com) online gestellt (sieh "Pseudo-Optimierer" unter "Detailmenü").

Die Algorithmen der Robo-Advisors werden also sicher kaum "highly correlated" sein, selbst wenn jeder einzelne „overly sensible to price movements“ der Kapitalmärkte ist.

Ein Risiko bleibt jedoch: Wenn die Allokationen von Robo-Advisors durch diskretionäre Entscheidungen der Robo-Advisors gleichzeitig und gleichgerichtet beeinflusst werden, kann es zu Herding kommen.

Theoretisch können mehrere Robo-Advisors mit Vermögensverwaltungsvollmachten in einer wahrgenommen Marktkrise Kapitalanlagen ihrer Anleger gleichzeitig verkaufen. Dazu müssten mehrere Robo-Advisors die Marktlage gleichzeitig sehr schlecht einschätzen und ihre Verkaufsvollmachten ausnutzen. Das einzige mir bekannte Beispiel eines diskretionären Eingriffs lässt ein solches Risiko eher gering erscheinen. In dem Fall hat ein amerikanischer Robo-Advisor seine Anleger für mehrere Stunden am Verkauf von Anlagen gehindert

("Betterment's move to halt trading following Brexit vote sparks controversy" in investment news 28.6.2016).

So ist es nicht verwunderlich, dass man sowohl in den USA als auch in Deutschland feststellen kann, dass die Anlageergebnisse von Robo-Advisors teilweise erheblich voneinander abweichen (für Deutschland s. z.B. [www.brokervergleich.de](http://www.brokervergleich.de)).

Herding durch Robo-Advisors ist also konzeptionell extrem unwahrscheinlich und außerdem volkswirtschaftlich nicht relevant.

Herding institutioneller Anleger ist jedoch volkswirtschaftlich relevant und konzeptionell möglich. Ersteres gilt analog für die oben erwähnten „risk management algorithms“. Das Problem dabei ist nicht, dass zu viele große Anleger die gleichen Algorithmen nutzen. Das Problem ist auch nicht, dass alle die gleichen Inputdaten nutzen. Das Problem ist, dass vor allem institutionelle Anleger oft ähnliche Restriktionen nutzen und durchaus zu Herding neigen (s. z.B. Otjes, Kevin and de Graaf, Frank Jan, Pension Funds and Herding Behavior; Reviewing the Controversy in the Academic Debate and Distilling Recommendations for Practitioners (June 15, 2012).

Ein Beispiel sind die oft untereinander sehr ähnlichen Anleihe- und Aktienquoten in der Versicherungsbranche in Deutschland bzw. Anleihe- und Aktienquoten von deutschen Altersversorgern im Vergleich zu ganz anderen Allokationen bei anglo-sächsischen Versicherungen und Altersversorgern.

Die Erklärung für solche ähnlichen Allokationen innerhalb eines Landes sind oft nicht Regulierungszwänge und schon gar nicht ähnliche Modelle oder gleiche Dateninputs, sondern ähnliche „manuelle“ Restriktionen bzw. „Managementvorgaben“ in Bezug auf Asset Allokationen.

Ursache für solches Herdenverhalten sind oft echte oder wahrgenommene Jobrisiken der Verantwortlichen in diesen Organisationen, falls sie von den Allokationen ihrer Branchenkollegen abweichen. Politiker und Regulatoren bzw. Aufseher sollten sich meines Erachtens mehr um „manuelle“ Modellrestriktionen und Jobrisiken der Betroffenen kümmern als um Modelle und Dateninputs.

Auch Publikumsfonds zeigen Herdenverhalten, wie z.B. eine aktuelle Studie zu Smart Beta bzw. Faktorinvestments zeigt ("Exploring style herding by mutual funds" von Caterina Santi und Remco C.J. Zwinkels, 14. Juni 2017).

Was können Robo-Advisors tun, um Kritik vorzubeugen? Ich denke, dass größtmögliche Transparenz die beste Antwort ist. So wäre es sehr gut, wenn Anleger und andere Interessenten nachvollziehen könnten, warum ihnen welche Asset Allokation angeboten werden. Außerdem sollte idealerweise nachvollzogen werden können, wann sich die Asset Allokation wie ändern kann. Wenn diese Transparenz gegeben ist, werden Externe wahrscheinlich einfach feststellen können, dass aufgrund der unterschiedlichen Allokationsmodelle mit ihren unterschiedlichen Prognosen bzw. Dateneingaben und Restriktionen kaum Herding zu erwarten ist.

Beispiel: Meine Firma Diversifikator hat einen sehr robusten Ansatz entwickelt, der von der aggregierten Geldanlageallokation aller Anleger weltweit ausgeht. Anleger können sich das für sie passende Portfolio nach diversen (prognosefreien) Kriterien wie dem Wunsch nach verantwortungsvollen Portfolios, Ausschüttungen etc. aussuchen. Nur wenn neues Research ergibt, dass sich die Weltmarktallokation ändert, werden auch die Portfolios der Anleger angepasst. Die Anpassung an die Risikotoleranz der Anleger erfolgt mit unterschiedlichen Beimischungen von „Cash“. Der Grad der Mischung mit Cash hängt nicht von Prognosen für Zinsen oder anderen volkswirtschaftlichen Größen ab sondern nur von der Verlust- bzw. Schwankungstoleranz von Anlegern. Die täglichen Performancedaten der Portfolios aber auch die Rückrechnungsdaten können für eigene Analysen von der Webseite heruntergeladen werden.

Dieser Beitrag erschien in ähnlicher Form zuerst am 7.2.2017 als Kommentar auf [www.dailyfintech.com](http://www.dailyfintech.com).

## KANN MAN DEN MARKT SCHLAGEN? ODER „NUR PASSIV KANN MAN OUTPERFORMEN“

Hinweis: Dieser Beitrag ist in ähnlicher Form zuerst Mitte 2018 auf dem Robo-Advisor Portal<sup>303</sup> erschienen.

### „Den Markt“ gibt es nicht: Das Multi-Asset Problem

Die erste Frage, die man beantworten muss, wenn man den Markt schlagen möchte ist: „Welchen Markt?“. „Den Markt“ gibt es nicht. Am ehesten können wir vielleicht von der aggregierten Kapitalanlage aller Marktteilnehmer weltweit sprechen. Dazu gibt es interessanterweise nur wenige Studien und noch weniger Indizes und Portfolios (siehe [hier](#)<sup>304</sup>).

### Multi-Asset Benchmarks und Selbsttestmöglichkeiten

Für meine Firma Diversifikator habe ich daher in 2015 eigene Benchmarks und Portfolios entwickelt, die seit Anfang 2016 frei zugänglich online stehen (Siehe „Weltmarktportfolios“ auf [www.diversifikator.com](http://www.diversifikator.com)). Auch die (sehr attraktiven) Rückrechnungen dieser Portfolios stehen online.

In der zugehörigen Dokumentation („Das Diversifikatorbuch“<sup>305</sup>) kann man sehen, dass auch diese Benchmarks nicht perfekt sind sondern eine Reihe von Annahmen bzw. Entscheidungen beinhalten. So werden illiquide Anlagen wie Immobilien und Infrastruktur durch entsprechende Aktienindizes bzw. ETFs (passive Exchange Traded Fonds) repräsentiert.

---

<sup>303</sup> [www.roboadvisor-portal.com](http://www.roboadvisor-portal.com)

<sup>304</sup> <http://prof-soehholz.com/multi-asset-benchmarks-gibts-nicht-will-keiner-oder-doch/>

<sup>305</sup> <https://diversifikator.com/de/wp-content/uploads/180101-Das-Diversifikator-Buch.pdf>

Außerdem nutze ich für Performancevergleiche eine schwer zu schlagende 50/50 Aktien/Anleihe-ETF Benchmark.

Interessenten können aber auch andere Quellen für das Benchmarking von Multi-Asset Portfolios nutzen. Dafür sind [www.portfoliocharts.com](http://www.portfoliocharts.com) und [www.portfoliovisualizer.com](http://www.portfoliovisualizer.com) besonders interessant. Bei beiden Seiten ist zu beachten, dass die Ergebnisse in US-Dollar dargestellt werden. Ergebnisse in anderen Währungen können erheblich davon abweichen.

### **„Passiv gibt es nicht“ bzw. das Index-Selektionsproblem**

Ein Index wird immer von Menschen zusammengestellt. Aus 2 Aktien kann man mehrere Indizes machen: Kapitalisierungsgewichtet, gleichgewichtet, Faktorgewichtet etc. Deshalb gibt es mehr Indizes als Wertpapiere. 100% passiv geht also nicht.

Selbst wenn man sich nur auf Aktien beschränkt, ist die Benchmarkwahl nicht einfach. Alle Kapitalmärkte weltweit mit allen Titeln kann man sowieso nicht abdecken, aber Emerging Marktes sollten schon berücksichtigt werden. Man weiß, dass der DAX oder der Dow Jones Industrial Average keine Mid- oder Small-Cap (mittel- und kleinkapitalisierte) Aktien enthalten. Aber auch der MSCI Welt inklusive Emerging Marktes enthält fasst nur hochkapitalisierte Aktien (siehe auch Indexselektion<sup>306</sup>).

Während die Abweichungen unterschiedlicher Multi-Asset Benchmarks bzw. Portfolios vor allem kurzfristig sehr groß sein können, sind die Performanceabweichungen bei traditionellen kapitalgewichteten Aktienindizes aber geringer.

### **Manche Indizes sind einfach zu schlagen**

Manche Indizes kann man recht einfach outperformen. Sogenannte Kursindizes berücksichtigen - anders als Performanceindizes - z.B. keine Ausschüttungen. Ein Portfoliomanager kann einen Kursindex also relativ einfach schlagen, da er Dividenden erhält.

Andere Indizes berücksichtigen fiktive Steuerlasten von Anlegern. Daher findet man viele ETFs auf den Euro Stoxx 50, die den entsprechenden Index outperformen. In den USA hat Fidelity gerade gebührenfreie ETFs angekündigt (siehe hier<sup>307</sup>). Fidelity verdient an diesen ETFs, indem Aktien verliehen werden und dafür Gebühren genommen werden (Wertpapierleihe).

### **Die Outperformance-Illusion von Faktorinvestments und Smart Beta**

Seit einigen Jahren boomen in den USA und zunehmend auch in Deutschland sogenannte Faktor- oder Smart-Beta ETFs und Fonds. In der einfachsten Form wird auf eine sogenannte Faktor-anomalie gesetzt. So galten gering kapitalisierte Aktien (Small Caps) oder günstige Aktien (Value) lange Zeit als sichere Outperformer gegenüber Large Caps und

---

<sup>306</sup> <http://prof-soehnholz.com/indexselektion-etf-portfolio-dachfonds/>

<sup>307</sup> <https://www.marketwatch.com/story/fund-fees-hit-milestone-as-fidelity-announces-products-charging-0-2018-08-01>



Wachstumsaktien (siehe z.B. [hier](#)<sup>308</sup>). Ein passives Investment, das auf solche Faktoren setzt (z.B. Faktor oder Smart Beta ETFs), soll traditionelle Indizes outperformen.

Allerdings gab und gibt es immer wieder lange Perioden von Underperformance von solchen Faktoren. So sind Anleger mit Value Investments in den letzten Jahren nicht wirklich glücklich geworden.

Auch hier gilt also: Lange Zeiten von Rückrechnungs-Outperformance müssen nicht zu realer Outperformance in der Gegenwart oder Zukunft führen.

Ich selbst kann sicher nicht prognostizieren, welcher Faktor künftig outperformen wird. Trotzdem verfolge ich selbst zwei systematische Ansätze, mit denen ich zumindest in schwierigen Marktphasen auf Outperformance gegenüber traditionellen kapitalisierungsgewichteten Benchmarks hoffe.

### **Viele Studien zeigen, dass traditionelle Indizes auch ohne Faktorwetten einfach zu schlagen sind**

Der erste dieser Ansätze ist die Gleichgewichtung von Aktien, die ich gegenüber der üblichen Kapitalisierungsgewichtung bevorzuge. Letztere führt dazu, dass jeweils besonders hoch bewertete Aktien auch ein hohes Portfoliogewicht bekommen. Das war z.B. früher der Fall für japanische Aktien, IT-Aktien vor der „Dotcom“ Krise (siehe z.B. [hier](#)<sup>309</sup>), oder Immobilienaktien vor der Krise in 2008 und Technologieaktien heute.

Viele wissenschaftliche Studien zeigen eine Outperformance von Gleichgewichtungen gegenüber Kapitalgewichtungen. Allerdings ergeben die Studien eher höhere Renditen als niedrigere Risiken für gleichgewichtete Portfolios<sup>310</sup>. Manche versuchen das mit Small Cap Effekten zu erklären, aber das ist nicht unbedingt richtig (siehe z.B. auch [hier](#)<sup>311</sup>).

### **Die Illusion des guten Risikomanagers**

Aktive Manager geben relativ oft zu, dass sie ihre Benchmarks in guten Aktienmärkten nicht schlagen können (obwohl das mit einfachen gleichgewichteten Portfolios möglich erscheint). Sie behaupten, dass ihre Anlagefreiheiten bzw. aktiven Managementfähigkeiten vor allem in Marktkrisen zu geringeren Verlusten führen. Die Studien, die ich kenne, zeigen überwiegend eher das Gegenteil: In Marktkrisen verlieren aktive Portfolios oft noch stärker als Vergleichsindizes.

Multi-Asset Manager hatten es bei der Risikobegrenzung in der Vergangenheit viel einfacher als Aktienfondsmanager, vor allem wenn sie einen hohen Anteil relativ sicherer Anleihen in ihren Portfolios hatten. Allerdings haben solche Anleihen aufgrund von Zinssenkungen sehr viele Jahre lang meist sehr gut performt und vor allem wenige Verluste eingebracht. Im

---

<sup>308</sup> <https://de.wikipedia.org/wiki/Fama-French-Dreifaktorenmodell>

<sup>309</sup> <https://de.wikipedia.org/wiki/Dotcom-Blase>

<sup>310</sup> siehe z.B. Söhnholz, D. (2012): Renditenorientierte Diversifikation 2.0 und Risiko-Overlays: Prognosefreie systematische Umsetzung, Arbeitspapier Söhnholz Advisors GmbH, 27.6

<sup>311</sup> <http://www.indexologyblog.com/2018/07/16/the-sp-500-equal-weight-index-a-supplementary-benchmark-for-large-cap-managers-performance-part-i/>

Vergleich zu einfachen starren Benchmarks von Aktien und Anleihen, also 30/70, 50/50 oder 70/30 dürften nur wenige Multi-Assetmanager dauerhafte Outperformance zeigen.

Die meisten Manager mit besonders großen Anlagefreiheiten wie die von Global Macro oder Managed Futures Hedgefonds können jedenfalls kaum überzeugen.

Dabei schaffen es schon sehr einfache Methoden wie die Nutzung der bewährten 200Tagelinie, in Krisen sehr viel besser als klassische Benchmarks abzuschneiden. Multi-Assetmanager müssten daher viel öfter an starren Benchmarks bzw. der 200Tagelinie gemessen werden (siehe auch [hier](#)<sup>312</sup>).

### **Größtes Problem ist das Anlegerverhalten bzw. falsches Market Timing**

Die Performancenachteile gegenüber einfachen passiven Benchmarks sehen noch schlimmer aus, wenn man die Anlegerperformance statt der Portfolioperformance misst. Portfolios bzw. Fonds zeigen meist eine Underperformance gegenüber fairen Benchmarks. Anleger haben aber oft noch viel geringere Renditen als Portfolios oder Fonds ausweisen.

Das liegt vor allem am falschen Timing. So legen Anleger oft in einen Markt oder Fonds an, wenn der einige Zeit besonders gut rentiert hat. Außerdem steigen sie aus, wenn der Markt bzw. Fonds einige Zeit nicht gut gelaufen ist. Anleger, die permanent im Markt bzw. Fonds investiert bleiben oder Sparplananleger schneiden dagegen viel besser ab. Das gilt sogar für institutionelle Anleger (siehe z.B. [hier](#)<sup>313</sup>).

### **Empfehlung für Anleger: Einfach-Passiv ist besser als aktiv und ESG schadet nicht**

Was ist die Konsequenz für Anleger? Sie sollten in passive Multi-Asset Portfolios oder gleichgewichtete Aktienportfolios investieren. Dabei sollten sie auf niedrige Kosten der Angebote achten.

Mein Tipp für Aktienportfolios: Es gibt keine verlässlichen Outperformancefaktoren. Verantwortungsvolle Portfolios, deren Bestandteile nach Environmental, Social und Governance (ESG) Kriterien selektiert werden, haben keine schlechtere Performance als andere Portfolios (siehe [hier](#)<sup>314</sup>). Daher spricht alles dafür, in verantwortungsvolle Portfolios anzulegen.

### **Empfehlung auch für Robo-Advisors: Einfach-Passiv ist besser als aktiv und ESG schadet nicht**

Das bedeutet, dass Robo-Advisors einfache Multi-Asset Portfolios anbieten sollten, gegebenenfalls um Trendfolge-Risikomanagement-Optionen ergänzt, und dass mehr ESG Portfolios angeboten werden sollten (siehe auch [hier](#)<sup>315</sup>).

---

<sup>312</sup> <http://prof-soehnholz.com/multi-asset-benchmarks-gibts-nicht-will-keiner-oder-doch/>

<sup>313</sup> <http://prof-soehnholz.com/institutioneller-sparplan-leiden-des-fondsverkaeufers/>

<sup>314</sup> <http://prof-soehnholz.com/verantwortungsvolle-geldanlage-kann-einfach-guenstig-und-gut-sein/>

<sup>315</sup> <https://www.roboadvisor-portal.com/11-thesen-zur-zukunft-der-robo-advisor/>

# ALTERSVORSORGE

## DIE PRIVATE ALTERSVORSORGE MUSS BESSER WERDEN

„Die Rente ist sicher“ sagte Norbert Blüm vor vielen Jahren. Er hat aber nicht gesagt, ob die Rente auch ausreichen wird. Heute ist klar, dass es immer schwieriger wird, allen künftigen Rentnern eine ausreichend hohe staatliche Altersversicherung zum würdevollen Überleben zu garantieren.

Laut Bundesregierung steigen Deutschlands Schulden demnächst nicht mehr. Ende 2016 wachsen die Schulden aber immer noch<sup>316</sup>. Und die Schulden sind mit über 2270 Milliarden Euro<sup>317</sup> außerordentlich hoch. Wenn die Zinsen künftig wieder steigen, steigen auch die Staatsausgaben für Zinsen, die einen enormen Anteil am Staatshaushalt ausmachen. Auf den Staat alleine sollte man sich also bei der Altersvorsorge keinesfalls verlassen.

Die private Vorsorge ist aber noch nicht genug verbreitet. Der aktuellste sogenannte Alterssicherungsbericht<sup>318</sup> der Bundesregierung zeigt, dass heute nur 9% des Einkommens heutiger Rentner aus der privaten Vorsorge kommen. Die private Vorsorge muss also dringend ausgebaut werden. Empfohlen werden dafür sehr oft Garantieprodukte und die private Immobilie. Beide Anlagen haben aber erhebliche Nachteile. Aktien können die bessere Altersvorsorge darstellen.

### **Staatliche Altersvorsorge mit demografischen Problemen**

Die sogenannte erste (staatliche) Säule der Altersvorsorge in Deutschland, die im Schnitt 64% der Rente einbringt<sup>319</sup>, funktioniert nach dem Generationsvertragsprinzip. Die arbeitende Bevölkerung von heute zahlt für die Rentner von heute. In der Zukunft gibt es aber immer weniger Berufstätige und immer mehr Rentner<sup>320</sup>. Zusätzliche Vorsorge ist also nötig.

### **Betriebliche Altersvorsorge vor allem über heute wenig attraktive Anleihen**

Die zweite Säule, die betriebliche, funktioniert konzeptionell schon besser. Hier wird von Berufstätigen und Betrieben zumindest zum Teil schon heute für die Altersvorsorge von morgen gespart. Die Anlage der Gelder ist aber relativ stark reguliert. Das führt dazu, dass ein Großteil der Gelder in bisher als sicher geltenden Anleihen, vor allem Staatsanleihen, angelegt wird<sup>321</sup>. Die Verzinsung dieser Anleihen ist derzeit sehr gering. Und wenn die Zinsen steigen, fallen die Preise der Anleihen. Selbst wenn man über eine betriebliche Altersvorsorge verfügt, ist diese zudem meist Beitrags- und damit Rentenbetragsmäßig begrenzt.

---

<sup>316</sup> [www.staatsschuldenuhr.de](http://www.staatsschuldenuhr.de)

<sup>317</sup> Stand Ende 2016

<sup>318</sup> s. ASID 2011 unter [www.bmas.de](http://www.bmas.de)

<sup>319</sup> s. ASID 2011

<sup>320</sup> s. Bundesinstitut für Bevölkerungsforschung [www.ib-demografie.de](http://www.ib-demografie.de)

<sup>321</sup> s. [www.aba-online.de](http://www.aba-online.de)

## **Bisherige private Altersvorsorge mit Problemen**

Daher sollte man zusätzlich privat vorsorgen. Je nachdem, wie viel Zeit man noch bis zum möglichen Renteneintritt hat, kann man die Anlage unterschiedlich riskant auswählen. Ist es nicht mehr lange hin bis zum Austritt aus dem aktiven Berufsleben, wird man eher konservativ anlegen. Wenn man relativ viel Zeit hat, kann man mutiger anlegen<sup>322</sup>. Konservativ hieß bisher: Viele Anleihen, wenig Aktien. Bei steigenden Zinsen gilt das nicht mehr. Andere Allokationen sind gefragt.

## **Eigengenutzte Immobilien haben erhebliche Risiken**

Zur privaten Altersvorsorge bei langem Zeithorizont werden oft eigengenutzte Immobilien empfohlen<sup>323</sup>. Aber eigengenutzte Immobilien haben erhebliche Nachteile. Selbst bei nur 20% Eigenkapitaleinsatz werden für die Anschaffung oft die Ganzen oder ein Großteil der Ersparnisse auf einmal investiert. Für 80% des Hauspreises werden Kreditzinsen fällig, die aktuell prozentual niedrig sind, aber bei einem Zinsanstieg zu hohen monatlichen Belastungen führen können. Das Geld, was für diese Zinszahlungen benötigt wird, steht zum Sparen nicht mehr zur Verfügung.

Was ist, wenn die Immobilie zu teuer eingekauft wird? Was ist, wenn unerwartet hohe Neben- bzw. Unterhaltungskosten anfallen? Was ist, wenn man seinen Job verliert? Was ist, wenn man umziehen will oder muss? Selbst wenn alles gut läuft, sind die erzielbaren Renditen von privaten Immobilieninvestments meist relativ gering. In den vielen deutschen Gebieten mit Bevölkerungsrückgang müssen Verluste eingeplant werden<sup>324</sup>. Hinzu kommt, dass man mit den vielen Staatsanleihen aus der betrieblichen Altersvorsorge plus nur einer privaten Immobilie nicht gut diversifiziert ist. Wenn man zusätzlich über sogenannte Kapitallebensversicherungen mit Garantie- und Sparkomponente verfügt, ist man mit diesen heute oft auch überwiegend in Anleihen investiert<sup>325</sup>.

## **Aktien sind eine unterschätzte Langfristanlage für die Altersvorsorge**

In den Portfolios deutscher Privatanleger sind Aktien dagegen kaum vertreten. Aktieninvestments gelten als riskant, kann man anführen. Risiko wird dabei aber meist als Preisschwankung gemessen. Für die Altersvorsorge interessiert aber kaum, wie die Aktienwerte zwischen heute und dem Renteneintritt schwanken. Es interessiert vor allem, ob man am Ende mehr erwirtschaftet hat als mit anderen Kapitalanlagen. Diese Wahrscheinlichkeit ist bei einem diversifizierten soliden Aktienportfolio sehr hoch, wie man selbst einfach feststellen kann, indem man sich einen Weltaktienindex über verschiedene Zeiträume ansieht<sup>326</sup>. Das gilt vor allem bei Sparplanlösungen<sup>327</sup>. Entgegen landläufiger Meinung und häufigem Rat kann man mit einem kontinuierlich investierten Aktienfondsportfolio so eine viel bessere Altersvorsorge aufbauen als mit den meisten anderen Kapitalanlagen.

---

<sup>322</sup> s. z.B. [www.vz-nrw.de](http://www.vz-nrw.de) unter dem Stichwort Altersvorsorge

<sup>323</sup> s. z.B. Stiftung Warentest

<sup>324</sup> s. Wirtschaftswoche, „Was aus 20.000 Euro wurde“ vom 24.7.2014

<sup>325</sup> s. BAFIN Kapitalanlagen der Erstversicherer

<sup>326</sup> s. z.B. auf [www.onvista.de](http://www.onvista.de) oder [www.portfoliocharts.com](http://www.portfoliocharts.com)

<sup>327</sup> s. [www.bvi.de](http://www.bvi.de) unter „fonds-sparplan“

## TEST-IT-YOURSELF: RENTEN-TOOLS BZW. MEHR AKTIEN FÜR ALTE

„Jeder sollte über eine Strategie für die Ruhestandsfinanzierung verfügen um seine Ersparnisse so zu verwalten, dass sie bis zum Lebensende reichen. Eine Ruhestandsstrategie sollte die individuellen Pläne (Reisen, längeres Arbeiten usw.), Einkommensquellen und den jeweiligen Gesundheitszustand des Einzelnen berücksichtigen“<sup>328</sup>.

Dazu müssen mindestens die folgenden Fragen beantwortet werden:

- 1) Wie viel Netto-Vermögen ist zu Ruhestandsbeginn vorhanden?
- 2) Wie viel regelmäßiges Ruhestandseinkommen wird aus gesetzlichen, betrieblichen und bisher abgeschlossenen privaten Rentenversicherungen erwartet?
- 3) Wie viel Geld wird im Alter regelmäßig und für Sonderausgaben benötigt?
- 4) Wie lange sollte das Geld halten bzw. wie alt wird man im besten bzw. schlechtesten Fall?

Zu den Ausgaben, die berücksichtigt werden müssen, gehört z.B. der Unterhalt und ggf. der altersgerechte Umbau für das selbstgenutzte Eigenheim. Außerdem muss geschätzt werden, wie viel Geld regelmäßig für Neuanschaffungen wie Auto oder Urlaube zurückgelegt werden sollte, wie viel Geld man zusätzlich für Pflege in der Zukunft braucht und wie viel Geld in Reserve bleiben soll, zum Beispiel um unerwartete gesundheitliche Probleme zu beheben oder zu lindern<sup>329</sup>.

„Online-Tools und digitale Vermögensverwalter ( Robo-Advice) können Erwerbstätigen bei der Festlegung des erforderlichen Aufwands helfen und Investitionsmöglichkeiten für ihre Gelder aufzeigen.“<sup>330</sup>

Ein kostenloses Finanzplanungstool, das auch nicht mit persönlichen Daten bezahlt werden muss, findet sich auf <http://www.finatra.de>. Und unter <http://www.dia-vorsorge.de/dia-tools/> findet man einige weitere kostenlose (Renten-)Tools, für die ebenfalls keine Speicherung persönlicher Daten zur Nutzung nötig ist.

Für die Schätzung der Dauer der Ruhestandsphase kann man z.B. den Lebenserwartungsrechner auf [www.dia-vorsorge.de](http://www.dia-vorsorge.de) nutzen. Als weiteres Tool kann man den dort angebotenen Sparplanrechner verwenden. Dort geht man auf die Auszahlungsberechnung und gibt seine angesparte Liquidität und seine erwartete gesetzliche und betriebliche sowie ggf. private Rente ein.

Laut Deutscher Rentenversicherung werden heute, mit steigender Tendenz, im Schnitt ca. 20 Jahre lang Renten gezahlt. Im Schnitt heißt aber, dass einige Rentempfänger auch wesentlich länger als 20 Jahre von ihren Ersparnissen leben müssen.

---

<sup>328</sup> Aegon Ruhestandsstudie 2016, S. 21

<sup>329</sup> Es gibt einen guten Morningstar Report zu dem Thema, siehe David Blanchet: „Estimating the true cost of retirement“, 5.11.2013; zur Portfolio-Erbschaftsplanung ist ein anderer Ansatz interessant: „How to Create a Succession Plan for Your Portfolio“ von Christine Benz von Morningstar vom 23.9.2016

<sup>330</sup> Aegon Ruhegehaltsstudie 2016, S. 21

Nehmen wir den Fall eines erfolgreichen Selbstständigen an, der sich zur Ruhe setzen will. Wenn man eine Million Euro gespart hätte und keine laufenden Ruhestandseinnahmen erwartet, erhält man bei erwarteten Anlagerenditen und einer Inflation von 0 und einer Restlebenserwartung von 40 Jahren eine monatliche Bruttozahlung von gut 2083 Euro.

Mit kleinen Variationen ergeben sich jedoch ganz andere Zahlen. Nehmen wir an, dass das Kapitel für 30 erwartete Restlebensjahre durchaus riskant angelegt werden kann und nur in den letzten 10 Jahren konservativer investiert werden soll. Nehmen wir weiter an, dass in der riskanten Anlagezeit nach Steuern und Inflation 4% netto pro Jahr erreicht werden. Vereinfacht setzen wir daher für die ganze Periode 3% pro Jahr an. Dann gibt sich eine monatliche Zahlung bzw. „Entnahmemöglichkeit“ von 3548 Euro statt 2083 Euro monatlich.

Als Kapitalanlagestrategie bieten sich eher aktiendominierte Strategien für die ersten 30 Jahre und dann ggf. Mischformen oder überwiegend Anlagen in dann noch sichere Anleihen oder Cash an. Die Anlagen sollten stark risikogestreu erfolgen, zum Beispiel über kostengünstige ETFs. Dazu kann man, wie von AON empfohlen, inzwischen günstige Robo-Advisors nutzen.

Alternativ kann man zu Ruhestandsbeginn eine Sofortrente bei einer Versicherung kaufen. Dabei kommt man nach <http://www.biallo.de/sofortrente/> bei einer Soforteinzahlung von einer Million Euro als heute 63jähriger auf eine garantierte Rente von 3200 bis 3400 Euro. Zum Vergleich kann man eine Million Euro im oben genannten Auszahlungsrechner von [www.dia-vorsorge.de](http://www.dia-vorsorge.de) eingeben und kommt so bei Renditeannahmen von 0 und einer Zielentnahme von ca. 3400 Euro auf eine Rentenzahldauer von 24 Jahren. Ohne Versicherung reicht die Liquidität von einer Million Euro also 4 Jahre länger als die durchschnittliche Rentenzeit von 20 Jahren. Oder anders gerechnet: Wenn die laut Biallo besten Rentenversicherungen mit 20 Jahren Restlebenszeit kalkulieren und 0 Prozent Wertentwicklung ansetzen würden, müssten sie eine Rente von über 4100 Euro monatlich garantieren.

Wenn man mit einer durchschnittlichen Ruhestandszeit rechnet, spricht daher einiges dafür, keine Sofortrente zu kaufen sondern das Kapital selbst anzulegen. Das gilt insbesondere dann, wenn man im Schnitt positive Kapitalanlagerenditen erwartet.

Dabei kann man es auch mit einer Kombination versuchen, z.B. 20 Jahre lang in ein günstiges und breit gestreutes aktienlastiges ETF-Portfolio anlegen und sich dann vielleicht doch noch eine garantierte Sofortrente einkaufen. Im Zweifel sind die Zinsen dann höher als heute, so dass man damit eine höhere laufende Rente garantiert bekommt. Außerdem kann man sich dann die Versicherung aussuchen, von der man erwartet, dass sie noch mindestens 10 Jahre die angestrebte Rendite erreichen kann. Das sollte leichter fallen als heute einzuschätzen, welche Versicherung auch in 20 Jahren noch besonders gut ist.

Vor dem Hintergrund einer 20jährigen Rentenlaufzeit ist es interessant, dass es heute kaum Rentenversicherungen gibt, welche Fondsinvestments in der Rentenphase ermöglichen<sup>331</sup>.

---

<sup>331</sup> siehe Das Investment: Rente sucht Fonds: Warum sich Fondsprodukte auch in der Entsparphase lohnen“ vom 19.9.2016



Und die wenigen angebotenen Produkte legen nur einen kleinen Teil in aktienlastige Fonds an und den größten Teil in den sogenannten Deckungsstock, der sehr stark anleihehaftig ist<sup>332</sup>.

Aber es gibt erste Versicherungen, die aktienorientierte Anlagen auch für das Alter empfehlen. So sagt die Helvetia Leben: „Der 50plus-Generation empfehlen wir, lange an einer hohen Aktienquote festzuhalten und erst im hohen Alter eine lebenslange Rente zu vereinbaren“<sup>333</sup>.

Doch bei Anlegern besteht offenbar noch ein großes Informationsdefizit:

„Weniger als 10 Prozent der deutschen Beschäftigten haben Zugriff auf digitale Tools (wie zum Beispiel Online-Instrumente für die Ruhestandsplanung, digitaler Zugriff auf die Kontrolle und Verwaltung des eigenen Altersguthabens, Webcasts und Seminare über Sparmodelle für den Ruhestand), die ihnen dabei helfen könnten, sich auf den Ruhestand vorzubereiten und ihre Rentenkonto zu verwalten“<sup>334</sup>.

Über zwei Drittel der Befragten, denen online Modellierungsinstrumente angeboten werden, halten diese aber für sehr bzw. sogar äußerst hilfreich<sup>335</sup>. Alleine schon die Selbstbeschäftigung mit Versorgungsthemen ist gut<sup>336</sup>.

## WIR BRAUCHEN EINE "ZUKUNFTSPARTEI", DIE SICH WIRKLICH FÜR DIE ZUKUNFTSSICHERUNG EINSETZT

Ich bin politisch interessiert. Mich interessieren vor allem die Antworten auf die Fragen: 1) Wie kann man das Leben für die Benachteiligten dieser Welt verbessern und 2) Wie können sich nachfolgende Generationen ("unsere Kinder") noch ein finanziell gesichertes Leben leisten?

Zu der Antwort auf die erste Frage kann ich leider nicht viel beitragen. Deshalb konzentriere ich mich hier auf den Versuch einer Antwort auf die zweite Frage.

Voraussetzungen für ein finanziell gesichertes Leben der nächsten Generationen sind aus meiner Sicht vor allem:

1) Abbau der Staatsverschuldung, damit die nächsten Generationen die fälligen Kreditzinsen auch bei steigenden Zinsen noch zahlen können.

2) Stärkung der umlagefinanzierten Altersversorgung (Renten/Pensionen aber auch Krankheitsversorgung/Pflege), vor allem durch Förderung des Zuzugs von Ausländern als zusätzlichen Beitragszahlern

---

<sup>332</sup> s. Das Investment, 19.9.2016

<sup>333</sup> Guntram Overbeck in „Gegen den Nullzins: So kombiniert Helvetia Fondspolice mit Auszahlplan“ in Das Investment, 20.9.2016

<sup>334</sup> s. Aegon Ruhestandsstudie 2016, S. 4

<sup>335</sup> s. Aegon Ruhestandsstudie 2016, S. 14

<sup>336</sup> siehe Lissington, Robert J.; Mathews, Claire D.; Naylor, Michael J.: Self-Assessment of retirement-preparedness“, Working Paper, vom 26.8.2016

3) Ausbau der kapitalgedeckten Altersvorsorge (z.B. durch Einführung von sogenannten Opting-Out-Modellen)

Das sind aus meiner Sicht die wichtigsten Themen, denen sich eine an der Zukunft orientierte deutsche Partei widmen sollte. Heute kann ich glaubwürdige Bestrebungen zu den drei oben genannten Punkten bei keiner Partei erkennen. Eher ist das Gegenteil der Fall, wie die Rente mit 63 zeigt.

Aber heute ausgeben bzw. versprechen, was andere eventuell in der Zukunft zahlen müssen, ist ja auch leichter. In privaten Gesprächen scheinen das viele zu verstehen. Trotzdem werden oft vor allem die Parteien gewählt, die viel versprechen. Ich hoffe, daß bald mal eine Partie wagt, die Wahrheit zu sagen und trotzdem - oder am besten gerade deswegen - eine hohe Zahl von Stimmen erhält.

Vielleicht kann man so auch für das erste oben genannte Ziel der Hilfe für die Benachteiligten außerhalb von Deutschland so mehr tun: Wenn es Deutschland besser geht, kann man anderen besser helfen. Wenn Deutschland mehr Ausländer beschäftigt und besser ausbildet, können diese mehr Transferleistungen ins Ausland erbringen.

## DIE PRIVATE ALTERSVORSORGE MUSS BESSER GEFÖRDERT WERDEN

Schon heute gibt es steuerliche Vorteile, indem private und betriebliche Altersvorsorgebeiträge steuerfrei gestellt werden. Diese reichen aber als Anreize offenbar nicht aus, um die private Vorsorge so schnell und stark wie erforderlich zu steigern.

Die private Altersvorsorge, die bisher überwiegend in Form stark regulierter klassischer Kapitallebens- und Rentenversicherungen erfolgt – hat besonders stark mit dem derzeitigen Niedrigzinsumfeld zu kämpfen. Es wird sehr schwer, über die zugesagte Mindestverzinsung hinaus Renditen zu erwirtschaften. Und die Anlagemöglichkeiten der Versicherungen werden durch Liquiditäts- und zunehmende Solvenzanforderungen (z.B. Solvency II) eher noch geringer als früher. Außerdem fallen für versicherungsförmige Lösungen oft hohe Abschluss- und laufende Kosten an, was durch Zinseszinsseffekte zu niedrigeren Auszahlungen in der Leistungsphase führt. Heute kommen Modelle mit Kapitalerhaltungs- oder Mindestgarantie sowie breit diversifizierte Fonds ohne Garantien zum Einsatz, selten jedoch langfristig renditestarke Anlagen wie Aktienfonds und gar keine weniger liquiden Anlagen wie Immobilien oder Infrastruktur.

Um die private Altersversorgung zu stärken und zu ihrer weiteren Verbreitung beizutragen, macht m.E. Folgendes Sinn:

1) Förderung langfristiger Anlagen: Altersvorsorge sollte früh einsetzen und langfristig erfolgen. Die bisherigen Systeme der Altersvorsorge führen aber durch Liquiditäts-, Solvenz- und andere Anforderungen zu ganz überwiegend kurzfristigen Anlagen bzw. Anlagen in angeblich sichere Staatsanleihen. Künftig sollten auch langfristige und eher illiquide Anlagen in Infrastruktur und unternehmerisches Eigenkapital gefördert werden.

2) Investments in illiquide Anlagen sollten steuerlich wie andere Altersvorsorgeaufwendungen behandelt werden.

3) Leistungen aus der privaten Altersversorgung sollten auch bei Bezug von Grundsicherung im Alter Schonvermögen darstellen. Damit steigt auch bei niedrigen Einkommensgruppen die Bereitschaft, privat für das Alter vorzusorgen.

4) Mittel- bis langfristig sollte die private Anlage attraktive Renditen bringen, um einen möglichst großen Kapitalstock im Alter zur Verfügung zu haben. Die private Altersvorsorge sollte sich daher auf renditeattraktive Anlagen wie Aktien fokussieren. Mittelfristig sind breit aufgestellte Aktienportfolios in der Vergangenheit besonders attraktiv gewesen. Für ältere Anleger mit kürzerem verbleibenden Anlagehorizont, z.B. unterhalb von 10 oder 12 Jahren, sollten risikoärmere Anlagemöglichkeiten angeboten werden. Neben echten Garantielösungen sollten dabei aber auch wesentlich kostengünstiger umzusetzende sogenannte „Best-Efforts“ Produkte mit Wertuntergrenz-Zielen zum Tragen kommen dürfen.

5) Vor allem Vertriebsprovisionen zu Vertragsbeginn und während der Ansparphase führen über den Zinseszinsseffekt zu erheblichen Reduktionen in der Leistungsphase. Alle solche Provisionen zusammengenommen ergeben auch bei relativ geringen Sparraten bzw. Ansparsummen erhebliche Kosten. Für die private und betriebliche Altersvorsorge ist denkbar, dass keine Provisionen mehr vom Endkunden verlangt werden dürfen. Die nötige Aufklärung des Anlegers kann durch allgemeine staatliche Aufklärung, die Fondsbranche bzw. Anbietervereinigungen insgesamt, kostenlose Angebote von Produkthanbietern und optional aber kostenpflichtig durch unabhängige Honorarberater und Verbraucherzentralen erfolgen.

## SCHULDENABBAU: WIR BRAUCHEN EIN ENKELMINISTERIUM

Ein Enkelministerium, das sich um das Wohl der Generation der Enkel kümmert, wäre gut. Der Fokus von Parteien bzw. Politikern ist der Gewinn der nächsten Wahlen. Selbst wenn das aussichtslos erscheint, wollen sie zumindest ihre Bekanntheit steigern. Das geschieht oft, indem neue Forderungen gestellt werden, was z.B. „der Staat“ oder „die Unternehmen“ noch tun sollen. Das ist sogar verständlich. Verständlich ist auch, dass Politiker sofortige Leistungen versprechen, die aber erst in der Zukunft bezahlt werden müssen. Weniger verständlich ist, dass Wähler darauf reinfallen.

### Hohe explizite und implizite Verschuldung

Die Verschuldung der Bundesrepublik ist hoch. Das gilt vor allem für die implizite Verschuldung, also die Zusagen für künftige Leistungen (siehe Daniel Stelter: "Was Deutschland jetzt mit den sprudelnden Staatseinnahmen machen muss", in manager magazin, Stand 15.5. 2017).

Eine hohe Schuldenlast in Zeiten sehr niedriger Zinsen und bei einer guten Konjunktur ist möglicherweise vertretbar. Aber was ist, wenn die Zinsen steigen und die Wirtschaftsleistung sinkt, z.B. aufgrund von Handelsbeschränkungen oder demografischen Entwicklungen?

Warum wird die immense deutsche Schuldenlast nicht reduziert? Da es der Wirtschaft gut geht, hat der Staat sogar Einnahmeüberschüsse, die dafür verwendet werden könnten. Wenn es dem Staat schlecht geht, können keine Schulden abgebaut werden. Im Gegenteil, in schlechten Zeiten erhöhen sie sich meist wieder, angeblich "um die Wirtschaft anzuschieben".

Das Problem: Weder Politiker noch Wähler profitieren direkt oder sofort von Schuldensenkungen. Wenn individuelle Steuern oder Abgaben gesenkt werden, ist das anders. Auch Ausgaben z.B. für Infrastruktur machen sich für die Nutzer schnell bemerkbar. Aber die Senkung künftiger Schulden durch Reduzierung aktueller Leistungen ist nicht populär.

### **Mehr Folgekostentransparenz ist erforderlich**

Der wichtigste zukunftsorientierte Ansatz ist Transparenz. Wenn Wählern klar wäre, was die Forderungen bzw. Beschlüsse, die zusätzlichen Ausgaben herbeiführen, kurz-, mittel- und langfristig bringen und was sie wirklich kosten, können sie besser entscheiden, als wenn den Wählern nur die kurzfristigen Vorteile präsentiert werden.

Es hilft aber nicht, wenn diese Nutzen- und Kostenprognosen unter unrealistischen Annahmen getroffen werden. So wie die Aufsicht von Finanzproduktanbietern verlangt, verschiedene Szenarien zu veröffentlichen, müssten auch Politiker verschiedene Politiksznarien rechnen und transparent machen.

Immerhin muss bei neuen Gesetzen heute schon abgeschätzt werden, wie viel Bürokratiekosten die Umsetzung der Gesetze verursacht. Ob diese Schätzungen realistisch sind, ist aber fraglich (siehe z.B. Wirtschaftswoche vom 6.10.2012: Bürokratie: Was kosten deutsche Gesetze?). Bürokratiekosten sind aber nur ein kleiner Teil der möglichen Kosten. Vor allem Opportunitätskosten werden oft vernachlässigt. Eine nicht durchgeführte Milliardeninvestition reduziert auch die Zahlungen für künftige Zinsen. Bei den höheren erwarteten Zinsen können da ganz schnell sehr hohe künftige Belastungen aufgebaut oder vermieden werden.

### **Weniger künftige Zahler**

Es ist klar, dass künftig wesentlich weniger deutsche Arbeitende für wesentlich mehr deutsche Rentner/Pensionäre sorgen müssen. Enkel brauchen verlässliche Modelle nach denen berechnet werden kann, wie viele Menschen künftig wie hohe Steuern und Abgaben aller Art zahlen müssen, um heute beschlossene Ausgaben zu finanzieren. Das betrifft z.B. eine frühe Rente, Mindestlöhne, Rechtsansprüche auf Kindertagesstätten etc.. Die Enkel würden dann wohl auch besser verstehen, dass steigende Zinsen, die ja von vielen seit langem erwartet würden, verheerende Auswirkungen auf die vielen hochverschuldeten öffentlichen Haushalte haben würden.

Am besten wäre es, wenn nicht nur Beschlüsse bzw. Gesetze vor der Umsetzung auf Kosten geprüft würden, sondern bereits bei Forderungen kritisch früh nach den Kosten gefragt würde.

### **Journalisten müssen mehr nachrechnen**

Dafür sind eigentlich die Medien da. So kann man zwar nicht alles gut berechnen, aber versuchen sollte man es auf jeden Fall. Denn solche Berechnungen zwingen zumindest zum logischen Durchdenken von Vorschlägen und möglichen Konsequenzen bzw. Folgekosten. Aber die Vorabkontrolle durch Medien hat trotzdem viele viel zu teure Vorhaben nicht verhindern können.

Meiner Ansicht fehlt eine Kontrolle heutiger Forderungen und Beschlüsse durch diejenigen, die künftig die Lasten der Umsetzung tragen müssen. Der Einfachheit halber nenne ich sie „die Enkel“. Künftig sollte jedes Gesetz bzw. anderweitige öffentliche Beschlüsse, die hohe Kosten verursachen können also auch daraufhin geprüft werden, ob sie den Enkeln nutzen oder Schaden bzw. ob die Enkel sie noch finanzieren können bzw. wollen.

### **Die Schuldenuhr muss überarbeitet werden**

Kommunikativ kann man das durch individualisierte sogenannte Schuldenuhren veranschaulichen. Anstatt abstrakt die insgesamt steigende explizite Staatsverschuldung pro Einwohner zu zeigen, sollten die Schulden pro Arbeitnehmer inklusive der impliziten Schulden gezeigt werden. Kinder, nicht- arbeitende Bürger und Senioren können außen vor gelassen werden, denn sie können die Zinsen für die Schulden in der Regel sowieso nicht zahlen. Die Schulden sollten vor alle auch alle Altersvorsorgelasten umfassen. So würde individuell deutlich, was für eine Last Schulden bedeuten können.

Wenn das transparent wäre, würden Enkel möglicherweise für die Senkung von Staatsausgaben und nicht für höhere oder bestenfalls gleichbleibenden („schwarze Null“) staatliche Defizite plädieren.

### **Enkelministerium als Zukunftsministerium erforderlich**

Eine systematische Vorab- und Nachkontrolle ist nötig. Am besten kann das erfolgen, wenn die Kontrolle gleichberechtigt mit am Kabinetttisch sitzt und auch gleich Alternativvorschläge präsentieren kann, die vor allem Enkeln nutzen. Ich bin grundsätzlich gegen noch mehr Bürokratie und unnötige und meist teure Reorganisationen. Allerdings macht angesichts der hohen künftigen Kosten ein „Enkelministerium“ vielleicht wirklich Sinn.

So könnte man sonstige zukunftsbezogene Aufgaben bei diesem Ministerium ansiedeln, wie z.B. Forschung und Entwicklung, Umweltschutz, Familie, Entwicklungshilfe etc., also eine Art Zukunftsministerium. Aber auch dieser Vorschlag muss natürlich zunächst auf Kosten/Nutzen geprüft werden.