

# Zertifikat für das Portfolio

---

## **Mustergültig**

---

## der Max Musterbank



Datenstand: November 2021  
Erstellt am: 22.11.2021

### Wichtige rechtliche Hinweise

Bei diesem Dokument handelt es sich rechtlich um eine Werbemitteilung, die nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Finanzanalysen genügt, sowie keinem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung von Finanzanalysen unterliegt (sog. „Frontrunning“). Die dargestellten Angaben stellen **keine Anlageberatung** dar, und somit in keinem Fall eine Empfehlung, Aufforderung oder ein Angebot zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder zum Abschluss einer Vermögensverwaltung. Das Dokument ersetzt somit in keinem Fall die auf die individuellen Verhältnisse abgestimmte Beratung eines Anlegers durch einen qualifizierten Berater.

Eine Zertifizierung wird ausschließlich im Auftrag des Portfolioanbieters vorgenommen. Grundlage aller Berechnungen sind die einmal pro Quartal vom Portfolioanbieter angefragten Angaben zur Zusammensetzung des Portfolios zum angegebenen Analysezeitpunkt. Für die Richtigkeit und Vollständigkeit dieser Angaben kann das Institut keine Gewähr übernehmen. Zudem kann sich diese Zusammensetzung durch Marktbewegungen und Entscheidungen des Portfoliomanagements ständig ändern, so dass die Aussagen im Zertifikat zwischen zwei Analysezeitpunkten ihre Gültigkeit verlieren können.

Alle Darstellungen dienen nur dem Zweck, Einordnungen der Risiken und Chancen der analysierten Portfolios in vereinfachter Weise zu veranschaulichen. Hierzu wird eine kombinierte Betrachtung von historischen Daten und aktuellen Prognosen vorgenommen. Dabei wird mit der gebotenen Sorgfalt vorgegangen und auf Daten aus Quellen zurückgegriffen, die als zuverlässig erachtet werden. **Allerdings stellen weder Wertentwicklungen in der Vergangenheit noch aktuelle Prognosen verlässliche Indikatoren für künftige Wertentwicklungen dar.**

Alle Darstellungen zu Risiken und Chancen der analysierten Portfolios **berücksichtigen keine Provisionen, Gebühren oder andere Entgelte**, die beim Kauf, Halten oder Verkauf von Anteilen der analysierten Portfolios für den individuellen Anleger anfallen, da dies in einer allgemein gehaltenen und vereinfachenden Information wie dem vorliegenden Zertifikat praktisch unmöglich ist. So ist etwa die Höhe dieser Kosten nicht nur abhängig von der Zusammensetzung des Portfolios und vom Institut, das die jeweilige Dienstleistung erbringt, sondern auch von der Höhe der Anlagesumme und somit von der Person des Anlegers. Allerdings kann mit Hilfe der nachfolgenden „wichtigen Hinweisen zu den Kosten einer Investition in das analysierte Portfolio“

zumindest näherungsweise abgeschätzt werden, wie stark die im vorliegenden Zertifikat dargestellten Wertveränderungen durch verschiedene Kostenarten gemindert sein werden.

Alle Aussagen in diesem Dokument betreffen ausschließlich das analysierte Portfolio und stellen keine Bewertung des Anbieters dar. Das Institut nimmt keinerlei Einfluss darauf, in welcher Weise ein Portfolioanbieter die Zertifikate fachlich, werblich oder vertrieblich einsetzt. Das Institut und die ihm assoziierten Gesellschaften haften unter keinen Umständen für irgendwelche Verluste sowie direkte oder indirekte Schäden oder Folgeschäden, die aufgrund der Verwendung der Zertifikate entstehen.

### Wozu die Zertifizierung eines Portfolios?

Wer durch die Investition in Wertpapiere langfristig ein Vermögen aufbauen oder erhalten will, der kann sich von einer Vielzahl von Vermögensverwaltern einen Anlagevorschlag machen lassen. Um die langfristigen Chancen und Risiken eines solchen Vorschlags im Einzelnen beurteilen zu können, ist allerdings ein hohes Maß an Sachkenntnis erforderlich. Wer sich nicht regelmäßig und intensiv mit dem Finanzmarkt beschäftigt, wird sich daher oftmals fragen, ob er den Empfehlungen eines Vermögensverwalters vertrauen kann.

Vor diesem Hintergrund will die Zertifizierung einem Anleger das fachliche Urteil eines unabhängigen Dritten über bestimmte Portfolios eines Vermögensverwalters liefern. Dieses Urteil basiert auf einem regelmäßigen Prüfprozess, dessen Ergebnisse im vorliegenden Dokument in einer für den Anleger nachvollziehbaren Art und Weise dokumentiert werden.

### Wer führt die Zertifizierung durch?

Die Zertifizierung führt das **Institut für Vermögensaufbau** durch. Dabei handelt es sich um eine bankenunabhängige deutsche Gesellschaft zur Förderung des Vermögensaufbaus von Privatanlegern durch die Erbringung unabhängiger finanzwissenschaftlicher Dienstleistungen. Das hier angewendete Verfahren zur Zertifizierung von Portfolios wurde vom Institut im Jahr 2005 entwickelt und wird seither regelmäßig angewendet und weiterentwickelt. Dadurch ist es ein im Finanzsektor des deutschsprachigen Raumes anerkanntes und etabliertes Verfahren zur externen Qualitätssicherung von Vermögensverwaltungsportfolios.

Das Institut verfolgt damit gegenüber Privatanlegern eine Verbraucherschützende Funktion, weswegen die Portfoliozertifizierung auch von der Deutschen Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz e.V. (DSW) und der Schufa unterstützt wird. Die DSW ist in Person ihres Hauptgeschäftsführers, Herrn Marc Tüngler, auch im Beirat des Instituts vertreten. Weitere Beiratsmitglieder sind Herr Prof. Dr. Thorsten Hens, Professor für Finanzökonomie an der Universität Zürich, sowie Dr. Christian Waigel, Rechtsanwalt mit Tätigkeitsschwerpunkt u.a. im Kapitalanlage- und Wertpapierrecht.

Weitere Informationen können Sie der Internetseite **[www.institut-va.de](http://www.institut-va.de)** entnehmen.

### Was sagt eine erfolgreiche Zertifizierung aus?

Eine erfolgreiche Zertifizierung sagt aus, dass das analysierte Portfolio mindestens vier der folgenden fünf Prüfkriterien erfüllt, wobei das Kriterium „Struktursicherheit“ obligatorisch ist (die Definitionen dieser Kriterien sind im Glossar zu finden):

- ❖ **Struktursicherheit**
- ❖ **Risikostreuung**
- ❖ **Produktumsetzung**
- ❖ **Kosten**
- ❖ **Transparenz**

Die Anzahl der erfüllten Prüfkriterien wird auf dem Gütesiegel durch die Zahl der Sterne ausgedrückt.

Ein Vermögensverwalter, der das Institut mit der Analyse von Portfolios mit dem Ziel einer Zertifizierung beauftragt, verpflichtet sich somit, dem Institut während der Vertragslaufzeit und somit mindestens ein Jahr lang vierteljährlich die Bestände der Portfolios offen zu legen.

### Renditen für die Bereitstellung von Kapital

Manchen erscheint der Kapitalmarkt als eine Art Lotterie, in der die Entstehung von Renditen einfach vom Zufall abhängt. Im Unterschied zu einem reinen Glücksspiel erfüllt der Kapitalmarkt jedoch einen wichtigen Zweck: Es gibt ihn, weil große Unternehmen und Staaten regelmäßig große Kapitalmengen zur Aufrechterhaltung ihrer vielfältigen Aktivitäten benötigen. Somit müssen ständig Investoren gefunden werden, die dieses Kapital bereitstellen, was diese nur tun werden, wenn sie im Gegenzug eine realistische Aussicht auf einen angemessenen Kapitalertrag haben. Dieser Austausch wird am Kapitalmarkt mit Hilfe von Wertpapieren organisiert und kann im Wesentlichen auf zwei Arten erfolgen:

### Renditen am Rentenmarkt

Über den **Rentenmarkt** können Anleger der Wirtschaft über den Erwerb von Anleihen für einen befristeten Zeitraum **Kapital leihen**, und Sie erhalten dafür neben der Rückzahlung des verliehenen Kapitals einen festen oder variablen Zinssatz, der im Wesentlichen von der Laufzeit der Anleihe und der Bonität des Schuldners abhängt. Die damit verbundenen Risiken und Risikoprämien werden auf der folgenden Seite dargestellt.

### Renditen am Aktienmarkt

Über den **Aktienmarkt** können sich Anleger **an Unternehmen beteiligen**, so dass ihnen ein (kleiner) Teil der Unternehmen gehört. Als Miteigentümer partizipieren sie an den Gewinnen und dem unternehmerischen Risiko der investierten Unternehmen. Die Renditen setzen sich bei einer Aktienanlage aus Kursgewinnen und eventuell einer ausgeschütteten Dividende zusammen. Die Kurse, zu denen die Unternehmensbeteiligungen (Aktien) an den Börsen gehandelt werden, sind über die Zeit hinweg starken Schwankungen unterworfen. Sie hängen davon ab, wie die wirtschaftlichen Aussichten der Unternehmen von den Marktteilnehmern aktuell eingeschätzt werden. Dementsprechend werden die Kurse kurzfristig auch stark von Emotionen und Spekulation beeinflusst. Langfristig spiegeln sie jedoch die wirtschaftlichen Werte der Unternehmen wider. Für die starken Kursschwankungen werden Anleger mit langfristig höheren Renditeerwartungen belohnt. Über die Höhe der Kursschwankungen und der längerfristig zu erzielenden Renditen am Aktienmarkt gibt das Renditedreieck auf der übernächsten Seite Aufschluss.

### Rendite und Risiko

Renditen entstehen somit immer innerhalb der realen Wirtschaft. Wertpapiere wie Anleihen oder Aktien sind lediglich die Vehikel, mit denen sie zu den Investoren fließen, die das Kapital bereitgestellt haben. Jede Rendite hat dementsprechend einen Sponsor - in der Regel ein Unternehmen oder ein Staat. Kein Sponsor zahlt freiwillig zu viel. Kapitalanlagen müssen für das Anlagerisiko angemessene Erträge erwarten lassen, um bei der Verteilung des mehr oder weniger knappen Kapitals durch die Anleger Berücksichtigung zu finden. Es gibt aber am Kapitalmarkt nichts geschenkt. Das heißt, Renditen lassen sich nur erzielen, wenn dafür auch Risiken in Kauf genommen werden.

## Welche Anleiherenditen kann man erwarten?

Da jede positive Rendite am Kapitalmarkt eine Entlohnung für die Überlassung von Kapital ist, beginnen alle Überlegungen zu Renditeerwartungen mit der Rendite, die man bei minimalem Risiko bekommt. Dieses minimale Risiko geht ein Investor ein, wenn er in eine Anleihe (Rentenpapier) mit minimaler Laufzeit und maximaler Bonität des Schuldners investiert.

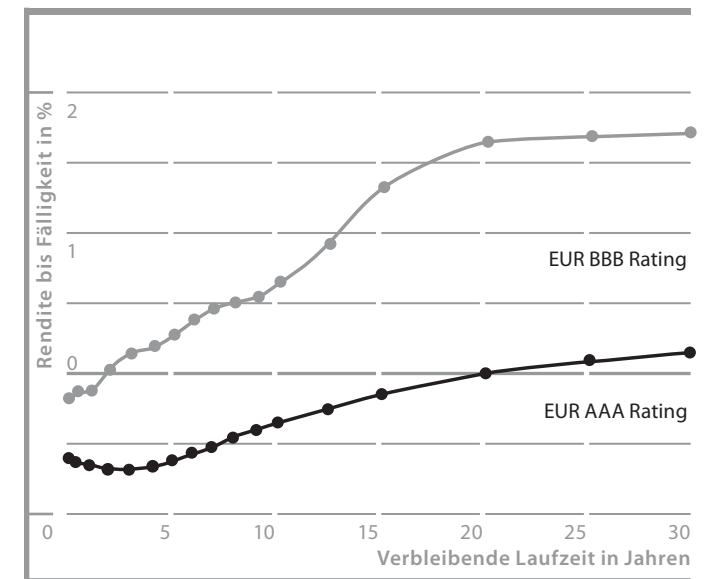
Die **gegenwärtige Rendite bei minimalem Risiko** kann der folgenden Grafik entnommen werden: Die **schwarze Linie zeigt** die gegenwärtigen Renditen, die man für den Verleih von Geld an die sichersten Schuldner (Euro-Staatsanleihen mit AAA Rating) bekommt. Am linken Ende sind die Renditen für die kürzesten Laufzeiten zu sehen. Es lässt sich beobachten, wie diese Renditen mit zunehmender Laufzeit steigen, was die Risikoprämien für das Risiko des Anlegers widerspiegelt. Zur Illustration des Kreditausfallrisikos sind als **graue Linie** die gegenwärtigen Renditen von Schuldnern mit deutlich schlechterer Bonität (Euro-Unternehmensanleihen mit BBB Rating) dargestellt. Man sieht, dass deren Renditen deutlich oberhalb der von AAA-Schuldnern liegt, weil Anleger für das höhere Risiko entschädigt werden.

## Welche Risiken sind damit verbunden?

Mit zunehmender Laufzeit einer Anleihe steigt die Gefahr, dass ihr Marktwert infolge steigender Zinsen sinkt. Dies wird als **Zinsänderungsrisiko** bezeichnet. Es ergibt sich daraus, dass nach einem Zinsanstieg Anleger Anleihen mit höheren Zinsen erhalten können. Dementsprechend lassen sich alte Anleihen mit niedrigeren Zinsen nur noch mit einem Abschlag verkaufen, der die Käufer für die in dieser Situation zu niedrigen Zinsen entschädigt.

Das **Kreditausfallrisiko** umfasst Verluste, die dadurch entstehen, dass ein Kreditnehmer die ihm obliegenden Verbindlichkeiten nicht fristgerecht und/oder in voller Höhe bedienen kann. Es wird in Form eines Ratings zwischen AAA (höchste Bonität) bis C (problematische Bonität) bewertet.

## Aktuelle Zinsstruktur am Rentenmarkt



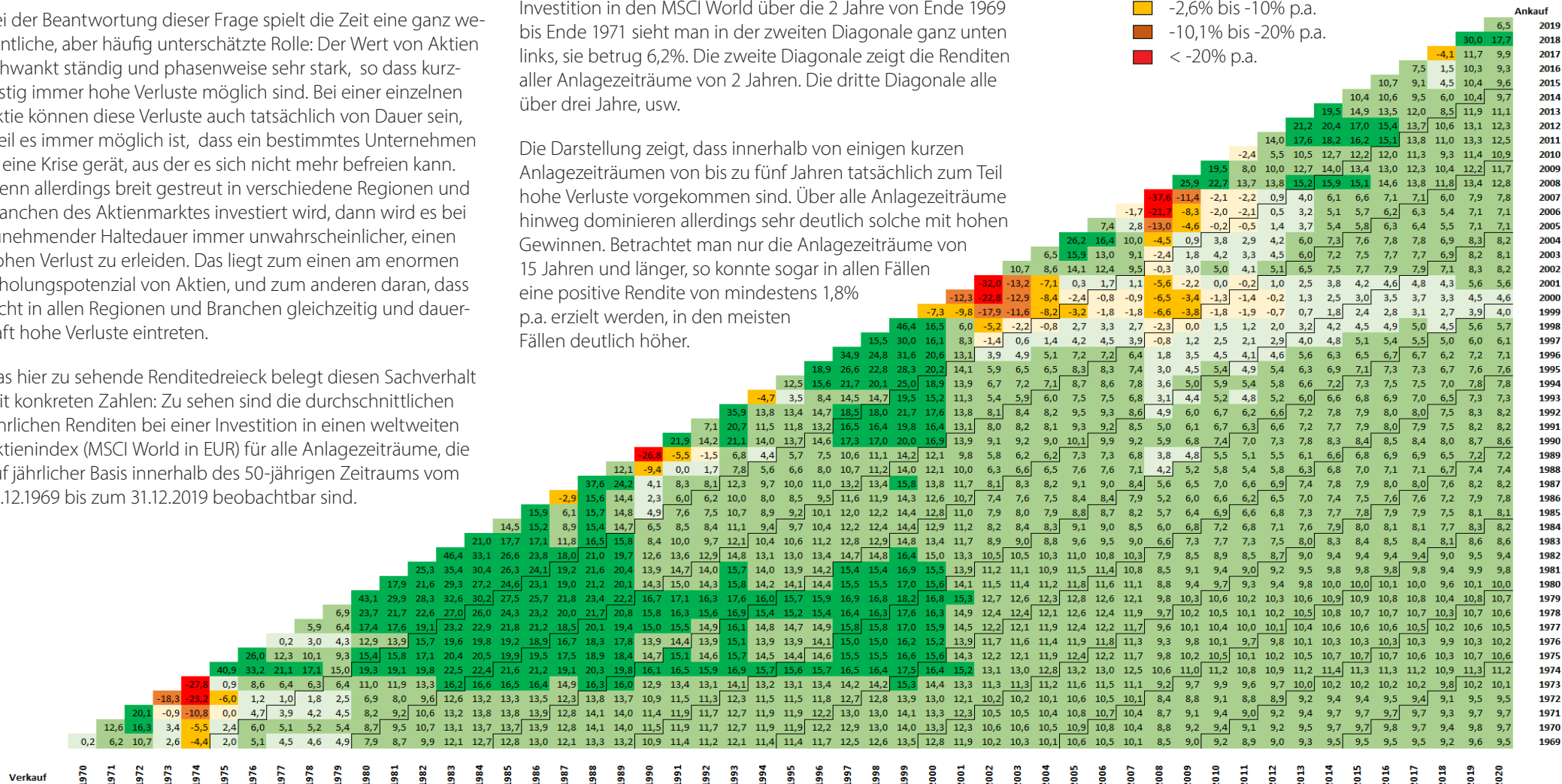
## Wie wahrscheinlich macht man mit Aktien Verluste?

Bei der Beantwortung dieser Frage spielt die Zeit eine ganz wesentliche, aber häufig unterschätzte Rolle: Der Wert von Aktien schwankt ständig und phasenweise sehr stark, so dass kurzfristig immer hohe Verluste möglich sind. Bei einer einzelnen Aktie können diese Verluste auch tatsächlich von Dauer sein, weil es immer möglich ist, dass ein bestimmtes Unternehmen in eine Krise gerät, aus der es sich nicht mehr befreien kann. Wenn allerdings breit gestreut in verschiedene Regionen und Branchen des Aktienmarktes investiert wird, dann wird es bei zunehmender Haltedauer immer unwahrscheinlicher, einen hohen Verlust zu erleiden. Das liegt zum einen am enormen Erholungspotenzial von Aktien, und zum anderen daran, dass nicht in allen Regionen und Branchen gleichzeitig und dauerhaft hohe Verluste eintreten.

Das hier zu sehende Renditedreieck belegt diesen Sachverhalt mit konkreten Zahlen: Zu sehen sind die durchschnittlichen jährlichen Renditen bei einer Investition in einen weltweiten Aktienindex (MSCI World in EUR) für alle Anlagezeiträume, die auf jährlicher Basis innerhalb des 50-jährigen Zeitraums vom 31.12.1969 bis zum 31.12.2019 beobachtbar sind.

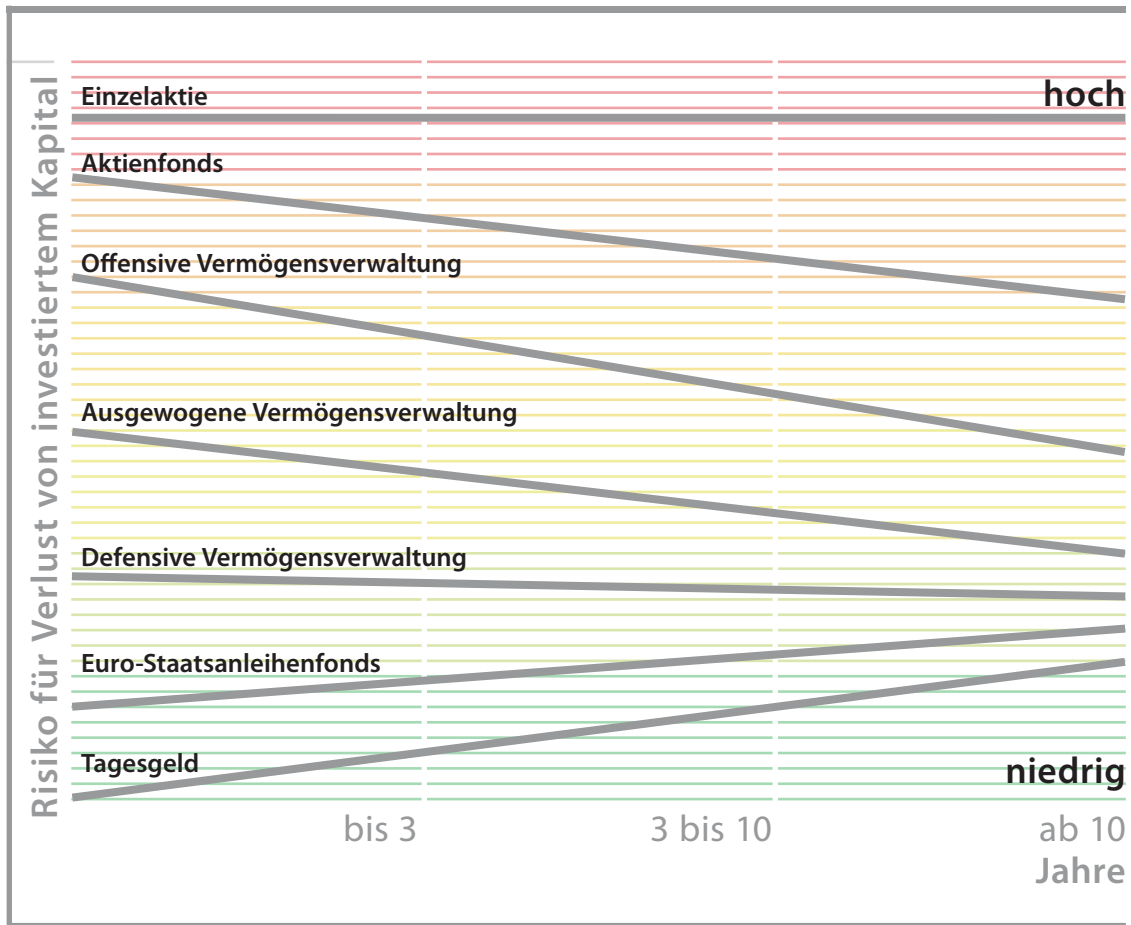
Die obere Diagonale zeigt die Renditen bei einem Jahr Haltedauer, zum Beispiel von Ende 1969 bis Ende 1970 im Kästchen ganz unten links. Sie betrug 0,2%. Im nächsten Jahr (Kästchen schräg rechts darüber) waren es 12,6% usw. Die Rendite einer Investition in den MSCI World über die 2 Jahre von Ende 1969 bis Ende 1971 sieht man in der zweiten Diagonale ganz unten links, sie betrug 6,2%. Die zweite Diagonale zeigt die Renditen aller Anlagezeiträume von 2 Jahren. Die dritte Diagonale alle über drei Jahre, usw.

Die Darstellung zeigt, dass innerhalb von einigen kurzen Anlagezeiträumen von bis zu fünf Jahren tatsächlich zum Teil hohe Verluste vorgekommen sind. Über alle Anlagezeiträume hinweg dominieren allerdings sehr deutlich solche mit hohen Gewinnen. Betrachtet man nur die Anlagezeiträume von 15 Jahren und länger, so konnte sogar in allen Fällen eine positive Rendite von mindestens 1,8% p.a. erzielt werden, in den meisten Fällen deutlich höher.





## Verlustrisiko in Abhängigkeit von der Haltedauer



## Die Rolle der Zeit bei Renditen und Risiken

Diese Grafik veranschaulicht schematisch die für Aktien bereits beschriebene **Zeitabhängigkeit von Verlustrisiken** bei anderen Formen der Geldanlage.

Zu sehen ist hier die Veränderung des Verlustrisikos während einer Investition mit verschiedenen Anlageschwerpunkten. Das Verlustrisiko wird dabei als die Gefahr verstanden, einen Teil der Kaufkraft des anfangs investierten Kapitals zu verlieren. Es bringt somit ausschließlich negative Wertveränderungen zum Ausdruck.

Man erkennt, dass bei einem breit gestreuten Aktieninvestment ein **hoher Verlust mit zunehmender Haltedauer immer unwahrscheinlicher** wird, da mit der Zeit die Wahrscheinlichkeit steigt, dass sich die höheren Renditeerwartungen realisieren und die zwischenzeitlich eingetretenen Verluste überkompensieren.

Umgekehrt wird man beispielsweise bei einer Investition in einen Fonds mit (kurzlaufenden) Euro-Staatsanleihen kurzfristig nur geringe Verluste erleiden. Bei zunehmender Haltedauer wird mit dieser Investition ein Verlust im oben genannten Sinn allerdings immer wahrscheinlicher, da die Verzinsungen innerhalb des Fonds auf Dauer nicht ausreichen werden, um die Kaufkraft des investierten Kapitals zu erhalten. Bei Tagesgeld gibt es keinerlei Kursrisiko. Die Inflation erodiert jedoch mit der Zeit die Kaufkraft einer minimal verzinsten Anlage in Tagesgeld.

# Das untersuchte Portfolio

Die Ergebnisse im Einzelnen





## Gesamturteil

Das geprüfte Portfolio ist langfristig ausgezeichnet für den Vermögensaufbau geeignet.

**Langfristig** stufen wir das Risiko des Portfolios in die Ratingkategorie **A(3)** ein. Das bedeutet, dass das Portfolio aufgrund seiner **strategischen Ausrichtung** auf Marktveränderungen robust reagieren wird. Damit besitzt es das Potenzial, langfristig aussichtsreiche Erträge zu erwirtschaften, birgt dadurch aber auch relevante Verlustrisiken.

Um diese Verlustrisiken zu begrenzen oder die Ertragschancen zu erhöhen, kann das Management die Investitionsstruktur des Portfolios kurzfristig risikoärmer oder risikoreicher ausrichten, als es der langfristigen strategischen Ausrichtung entspricht.

Auch **kurzfristig** stufen wir das Risiko des Portfolios in die Ratingkategorie **A(3)** ein. Das bedeutet, dass die **derzeitige** Investitionsstruktur des Portfolios nicht wesentlich von der langfristigen Ausrichtung abweicht.

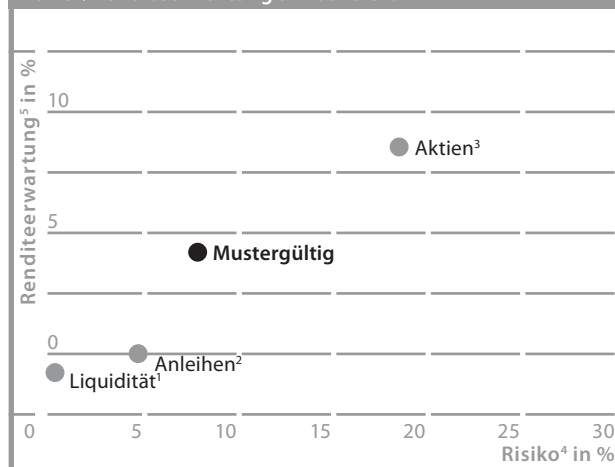
Insgesamt zeigen die Ergebnisse, dass die Risiken dieses Portfolios in einem ausgewogenen Verhältnis zu seinen Renditechancen stehen. Das bedeutet, dass mit diesem Portfolio nicht mehr Risiko eingegangen wird, als zur Erreichung der angestrebten Renditechance angemessen ist.



Bei der Prüfung im **November 2021** wurden folgende Kennwerte ermittelt:

## Analysen

Risiko-/Renditeerwartung annualisiert



<sup>1</sup> Liquidität = Einlagenzins der EZB

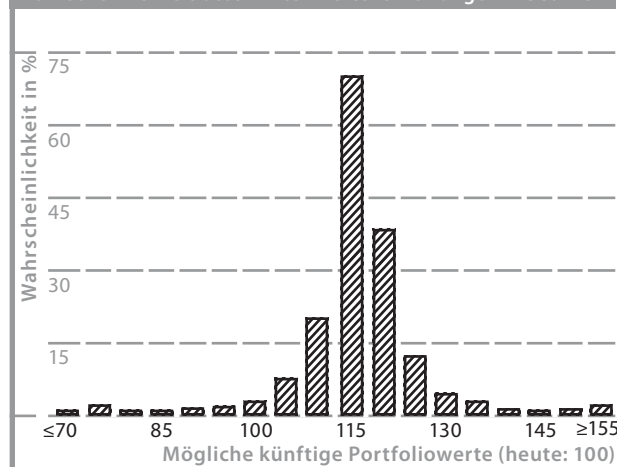
<sup>2</sup> Anleihen = iBoxx<sup>®</sup> Euro Germany Total Return Index

<sup>3</sup> Aktien = EURO STOXX 50<sup>®</sup>

<sup>4</sup> Risiko = Historische Volatilität p.a. im rechts angegebenen Referenzzeitraum

<sup>5</sup> Renditeerwartung p.a. auf Basis historischer Renditen und aktueller Prognosen

Wahrscheinlichkeit bestimmter Wertentwicklungen in 3 Jahren



## Erläuterungen

Die **linke obere Grafik** veranschaulicht das Risiko-Rendite-Profil des Portfolios mit Hilfe einer kombinierten Betrachtung von historischen Daten und aktuellen Marktprognosen.

Die **rechte obere Grafik** veranschaulicht, wie wahrscheinlich bestimmte Wertentwicklungen des Portfolios sind, wenn der heutige Wert des Portfolios („100“) auf Basis dieses Risiko-Rendite-Profiles über 3 Jahre hochgerechnet wird.

Für beide Grafiken gilt, dass historische Daten kein verlässlicher Indikator für künftige Wertentwicklungen sind, und dass sich aktuelle Marktprognosen jederzeit ändern können.

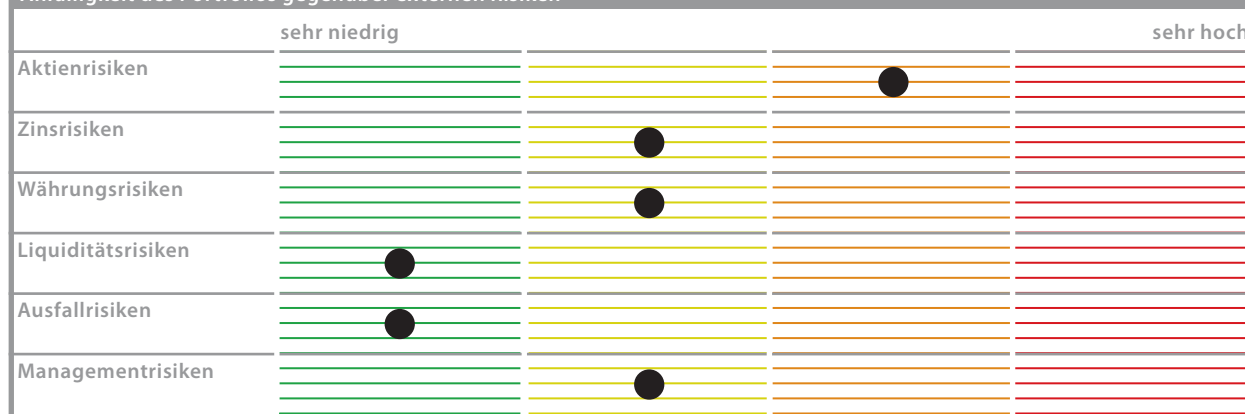
Referenzzeitraum für die historischen Daten ist der 01.05.2009 bis 30.04.2021 (Datenquelle: Refinitiv Eikon, ehemals Thomson Reuters). Weitere Erläuterungen zu beiden Darstellungen sind im Glossar zu finden.

Die **untere Grafik** veranschaulicht, wie sensibel das analysierte Portfolio angesichts seiner aktuellen Zusammensetzung auf ungünstige Entwicklungen am Aktien-, Renten- oder Devisenmarkt reagieren würde, bzw. auf eine Verschlechterung der Marktliquidität, der Schuldnerbonität oder des Managements.

Die aktuelle Zusammensetzung des Portfolios wird vom Institut einmal pro Quartal vom Portfolioanbieter angefragt. Sie kann sich durch Marktbewegungen und Entscheidungen des Portfoliomanagements ständig ändern.

Weitere Erläuterungen zu dieser Darstellung sind im Glossar zu finden.

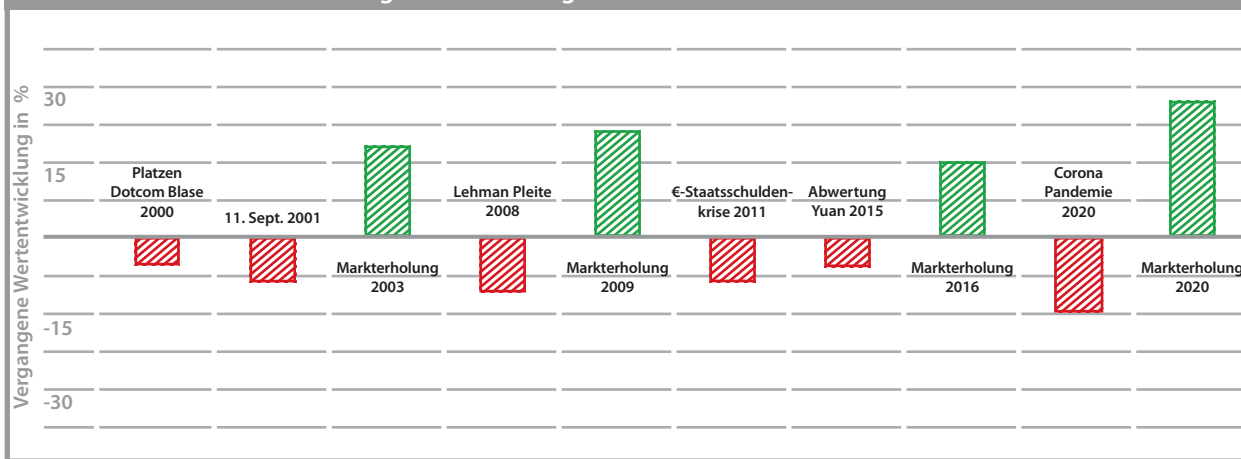
Anfälligkeit des Portfolios gegenüber externen Risiken



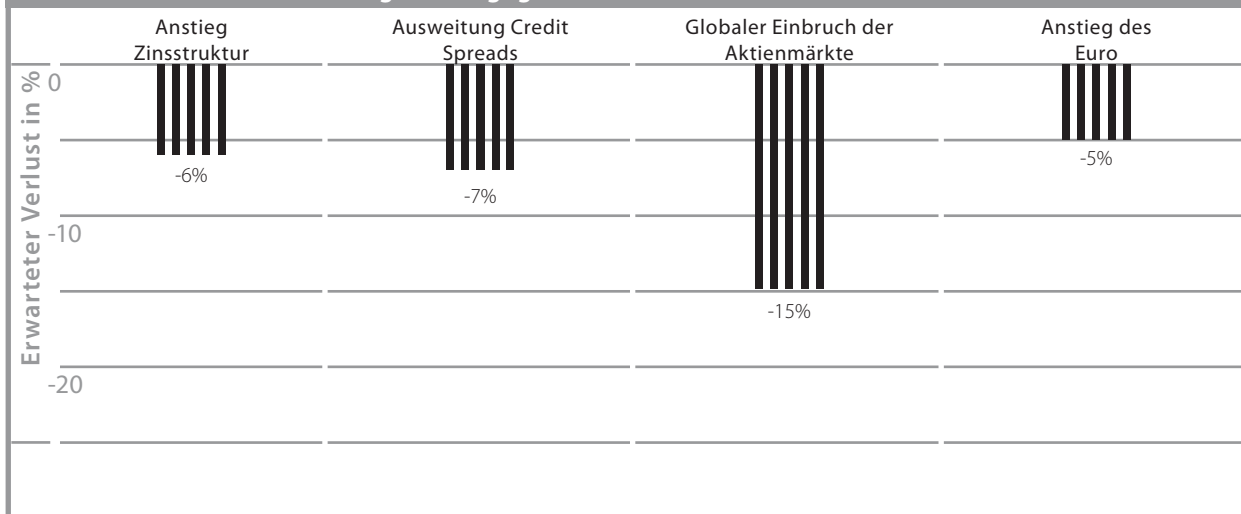
Bei der Prüfung im **November 2021** wurden folgende Kennwerte ermittelt:

## Historischer und simulierter Stresstest

### Historischer Stresstest in Bezug auf reale Ereignisse



### Simulierter Stresstest in Bezug auf vorgegebene Szenarien



## Erläuterungen

Der **historische Stresstest** zeigt die Wertveränderungen des Portfolios, wenn es in seiner heutigen Zusammensetzung von bestimmten historischen Ereignissen betroffen gewesen wäre. Nähere Ausführungen dazu sowie die genauen Zeiträume der einzelnen Ereignisse im Glossar.

Der **simulierte Stresstest** zeigt die möglichen Verluste des Portfolios im Falle von vier hypothetischen Stressszenarien, die folgendermaßen definiert sind:

**Anstieg Zinsstruktur:** Ein gleichmäßiger Anstieg der Zinsen in allen Laufzeiten um 1,5%.

**Ausweitung Credit Spreads:** Eine Ausweitung der Zinsdifferenzen zwischen Schuldern mit guter und schlechter Bonität, bei der die Ausweitung bei Schuldnern mit guter Bonität noch gering ist ( $\leq 1,0\%$ ) und mit abnehmender Bonität auf bis zu 5,0% (Rating < B) steigt.

**Globaler Einbruch der Aktienmärkte:** Ein gleichzeitiger Einbruch des Aktienmarkts in allen Regionen der Welt, wobei in den einzelnen Regionen unterschiedlich hohe Einbrüche unterstellt werden (-25% bis -40%). Die regionale Differenzierung erfolgt anhand des mittleren inflationsbereinigten Kurs-Gewinn-Verhältnisses der jeweiligen Region über die vergangenen zehn Jahre („Shiller-KGV“): Je höher diese Kennzahl für die jeweilige Region, desto höher ist das dort unterstellte Verlustpotenzial.

**Anstieg des Euro:** Ein gleichzeitiger Anstieg des Euro um 10% in Relation zu allen Hartwährungen und um 15% gegenüber allen Weichwährungen.

# Zertifizierung der Nachhaltigkeit

## Vorbemerkungen

## „Nachhaltigkeit“ bei der Kapitalanlage

Eine allgemein anerkannte Definition von „Nachhaltigkeit“ bei der Kapitalanlage gibt es bis heute nicht. Es herrscht allerdings zumindest Einigkeit darüber, dass bei der Bewertung der Nachhaltigkeit von wirtschaftlichen Aktivitäten zumindest die folgenden Ebenen unterschieden werden sollten:

- die **Umweltebene** (d.h. die Auswirkungen auf die natürliche Umwelt, wie z.B. Kohlendioxidemissionen, Wasserverbrauch)
- die **soziale Ebene** (d.h. die Auswirkungen auf die beteiligten bzw. betroffenen Personen, wie z.B. Arbeitssicherheit, Datenschutz)
- die **Regelungsebene** (d.h. die Auswirkungen der Regeln, nach denen agiert wird, wie z.B. Vergütungsstrukturen, Korruptionsbekämpfung)

In Anlehnung an die entsprechenden englischsprachigen Begriff werden diese drei Ebenen üblicherweise mit den Buchstaben **E** (Environment), **S** (Social) und **G** (Governance) abgekürzt. Entsprechend ist bei der Bewertung der Nachhaltigkeit von Kapitalanlagen auch häufig vom „ESG-Rating“ die Rede.

## Die unterschiedlichen Sichtweisen auf Nachhaltigkeit

Diese äußern sich vor allem in unterschiedlichen Investitionsmethoden beim Aufbau eines nachhaltigen Portfolios und lassen sich danach unterscheiden, ob sie eher auf die Vermeidung ökologisch/sozial nachhaltiger oder eher auf die **Förderung** entsprechend vorteilhafter wirtschaftlicher Aktivitäten fokussieren. Die ausschließliche Fokussierung auf „Vermeidung“ beschränkt sich darauf, durch die Anwendung von **Ausschlussverfahren** Kapitalanlagen zu unterlassen, die auf einer oder mehreren der oben genannten Ebenen gegen die Wertvorstellungen eines individuellen Investors oder einer Organisation (z.B. OECD, UN, Kirche) verstoßen. Die ausschließliche Schwerpunktsetzung auf „Förderung“ konzentriert sich dagegen darauf, nur solche Kapitalanlagen zu tätigen, durch die wünschenswerte Effekte (Englisch: „**Impact**“) auf einer oder mehreren der oben genannten Ebenen zu erwarten sind. Während Ausschlussverfahren somit eher den Versuch darstellen, unter gegebenen Kapitalmarktbedingungen die eigenen Investitionen an das eigene Wertesystem anzupassen, zielt die Impact-Methode eher auf eine aktive Veränderung bestehender Kapitalmarktverhältnisse, durch **Anreiz zu Verbesserungen**. Zwischen diesen beiden Extremvarianten lassen sich noch einige weitere Verfahren benennen, die sich teilweise nur in der Schwerpunktsetzung unterscheiden. Bei professionellen Nachhaltigkeits-Investmentprozessen werden oft mehrere dieser Verfahren gleichzeitig eingesetzt, um bestimmte Nachteile der beiden Extremvarianten zu umgehen.

## Die Sicht der Europäischen Kommission und deren Bedeutung

Die EU-Kommission hat im Jahr 2018 einen **Aktionsplan zur Finanzierung nachhaltigen Wachstums** vorgelegt, dessen Ziel es ist, die Geldströme am Kapitalmarkt so umzulenken, dass damit so weit wie möglich wirtschaftlich nachhaltige Aktivitäten gefördert werden. Damit positioniert sich die EU-Kommission sehr eindeutig auf der Seite der „Förderung“, zumal sie gleichzeitig darauf hinweist, dass der prinzipielle Ausschluss bestimmter Geschäftsfelder aus moralischen Gründen (z.B. Verkauf von Alkohol, Tabak oder Waffen) nicht Teil ihrer Initiative ist. Stattdessen geht es ihr um den Umbau der Wirtschaft in Richtung Umweltfreundlichkeit und bessere Behandlung von Menschen, wobei der Schwerpunkt zunächst auf Klimaneutralität liegt, da hier der dringendste Handlungsbedarf gesehen wird. Entsprechend hat die EU in Gestalt der sog. **EU-Taxonomie** auch konkrete Definitionen für im ökologischen Sinne wirtschaftlich nachhaltige Aktivitäten vorgelegt. Um eine Anlage in der EU nachhaltig nennen zu dürfen, muss sie dieser Definition gerecht werden. Zusätzliche Einschränkungen wie die Vermeidung bestimmter Geschäftsfelder von z.B. Alkohol können je nach Präferenz des jeweiligen Anlegers hinzugefügt werden.

### Führt nachhaltiges Investieren zu Nachteilen im Rendite-Risiko-Verhältnis?

Es gibt über 2.000 Studien zu diesem Thema. Ca. 50% der Studien kommen zu dem Schluss, dass nachhaltige Investitionen zu einer höheren Rendite geführt haben, nur 10% konnten Renditenachteile nachweisen, bei den verbleibenden 40% waren die Resultate gemischt. Ein systematischer Renditenachteil ist von nachhaltigem Investieren also nicht zu erwarten. Dies liegt daran,

- dass bei Unternehmen mit einer guten ESG-Bewertung viele herkömmliche Unternehmensrisiken wie z.B. Umwelt- oder Bilanzskandale von vornherein reduziert sind;
- dass eine zunehmende gesellschaftliche Sensibilität für die ethische Dimension von Kapitalanlagen dazu führen wird, dass sich die Reputation von Unternehmen mit guter ESG-Bewertung verbessert, so dass ihre Anteile stärker nachgefragt werden und in der Folge deren Wert und somit auch die Rendite für Investoren steigt;
- dass im selben Zuge Unternehmen verstärkt verpflichtet sein werden, für die von ihnen verursachten ökologischen und/oder sozialen Schäden aufzukommen, was das wirtschaftliche Risiko von Unternehmen mit schlechter ESG-Bewertung erhöht.

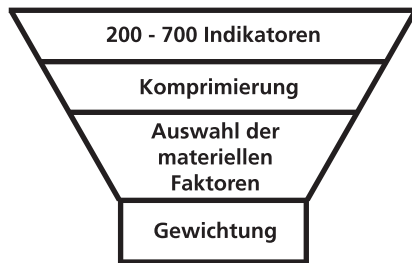
Zum Thema **Anlagerisiko** gibt es weniger Studien. Einerseits verringern nachhaltige Unternehmen ihre Risiken, was auch das Portfoliorisiko verringert. Andererseits ist auch allen nachhaltigen Investitionsmethoden gemeinsam, dass sie immer mehr oder weniger viele Wertpapiere **von Investitionen ausschliessen**. Dies reduziert die Möglichkeiten zur Risikostreuung. Der Effekt wird noch dadurch verschärft, dass die Unternehmen, die üblicherweise vermieden werden, nicht gleichmässig über alle Sektoren des Gesamtmarktes verteilt sind, sondern in bestimmten Branchen (z.B. Energieversorgung, Verkehr, Unterhaltung) deutlich häufiger anzutreffen sind als in anderen. Dadurch steht ein rein an Nachhaltigkeitsüberlegungen orientiertes Portfolio in der Gefahr, relativ zum Gesamtmarkt problematische **Klumpenrisiken** aufzuweisen.

Angesichts dieses Problems sind in der Praxis sog. **Best-In-Class**-Verfahren recht weit verbreitet. Diese Verfahren bemessen die Investitionswürdigkeit eines Unternehmens nicht an einem absoluten Nachhaltigkeitsmassstab, sondern relativ zu Unternehmen, die hinsichtlich ihrer äusseren Rahmenbedingungen und prinzipiellen Wirtschaftsaktivitäten vergleichbar sind. Dies setzt Anreize für z.B. Ölonternehmen, umweltfreundlicher zu arbeiten.

Mehr Umweltschutz erhöht die Nachfrage nach ihren Aktien, so dass deren Kurse trotz der zusätzlichen Kosten steigen. Dank Best-In-Class-Ansätzen können Portfolios konstruiert werden, die auch aus einer rein finanzwissenschaftlichen Perspektive keine problematischen Ungleichgewichte aufweisen.

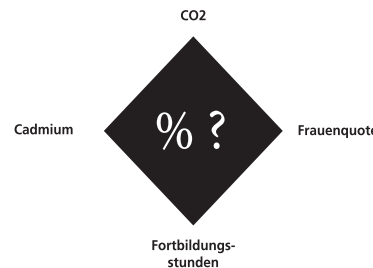
## Erhebung und Gewichtung von Daten als zentrale Herausforderung

Bei der konkreten Bestimmung eines ESG-Ratings steht jede nachhaltige Investitionsmethode vor zwei großen Herausforderungen:



Die **Datenmenge**, die analysiert werden muss, um die Voraussetzungen für eine faire ESG-Bewertung zu schaffen, ist enorm. Zwar mag es möglich sein, ein ESG-Urteil relativ schnell zu fällen, wenn etwa bereits der prinzipielle Geschäftszweck eines Unternehmens vollständig abgelehnt wird. Solche Fälle sind allerdings die Ausnahme. In der Realität lassen sich die wenigsten Wirtschaftsaktivitäten in eindeutiger Weise als „gut“ oder „schlecht“ etikettieren. Es ist daher notwendig, die kurz- und langfristigen Auswirkungen einer Wirtschaftsaktivität für sämtliche daran Beteiligte und alle davon betroffenen Personen und Instanzen zu bewerten. Im Falle eines Unternehmens umfasst das somit nicht nur dessen Mitarbeiter, Kunden, Dienstleister und Führungskräfte, sondern die gesamte soziale und natürliche Umwelt, die von den Aktivitäten des Unternehmens kurz- und langfristig betroffen ist. Die hierfür erforderliche Datenerhebung und -verarbeitung ist so ressourcenintensiv, dass selbst grosse Banken und Vermögensverwalter dabei auf

die Hilfe externer Anbieter von ESG-Ratings angewiesen sind. Es handelt sich dabei um hochspezialisierte Unternehmen, die in der Lage sind, die nötigen fachlichen, personellen und technischen Anforderungen zu erfüllen.



Die **Gewichtung** erhobener Daten ist die nächste grosse Herausforderung. Jeder Anbieter von ESG-Ratings erfasst mehrere hundert Datenpunkte (sog. „Indikatoren“). Um auf dieser Basis zu einem Urteil über die Nachhaltigkeit eines Unternehmens zu gelangen, müssen diese Datenpunkte zu einem einzigen ESG-Rating komprimiert werden. Dazu werden Datenpunkte zu etwa 20 bis 40 Themenkomplexen zusammengefasst. Dadurch wird die Aufgabe zwar etwas überschaubarer, doch selbst innerhalb derselben ESG-Ebene stellen sich schwierige Fragen: Wieviel schwerer wiegt beispielsweise die CO<sub>2</sub>-Emission im Vergleich zum anfallenden Abwasser? Oder wie viele Tonnen CO<sub>2</sub> sind genauso nachteilig wie ein Kilogramm Cadmium als Produktionsabfall? Noch schwieriger wird eine Aggregation über alle drei Säulen der Nachhaltigkeit hinweg, über E, S und G: Wie viele Tonnen CO<sub>2</sub> darf Unternehmen A mehr ausstossen als Unternehmen B, wenn es dafür eine

10 Prozent höhere Frauenquote im Vorstand hat und 20 Stunden mehr pro Jahr in die Fortbildung jedes Mitarbeiters und jeder Mitarbeiterin investiert?

Solche Gewichtungsfragen werden von den unterschiedlichen Anbietern von ESG-Ratings sehr unterschiedlich gelöst. Die „klassische“ Herangehensweise ist ein **moralisch-ethischer Ansatz**, der die Gewichte aus theoretisch idealen Nachhaltigkeitsüberlegungen herleitet und dafür entsprechende Expertengremien einsetzt. Demgegenüber werden beim jüngeren **investorenzentrierten** Ansatz die Gewichte aus Berechnungen anhand historischer Daten abgeleitet. Dabei wird bestimmt, wie stark in der Vergangenheit der Einfluss bestimmter ESG-relevanter Themen auf die Rendite und das Risiko von Unternehmen in den verschiedenen Branchen war. Wieder andere Anbieter orientieren sich primär an dem Kriterium der **Quantifizierbarkeit** und gewichten nur materielle ESG-Kriterien hoch, die objektiv gut messbar sind.

Diese unterschiedlichen Herangehensweisen an das Problem der Datenaggregation sind ein wesentlicher Grund dafür, dass sich ESG-Ratings unterschiedlicher Anbieter für dasselbe Unternehmen zum Teil deutlich unterscheiden können. Es existieren daher auch Anbieter, die versuchen, die Schnittmenge unterschiedlicher ESG-Ratings zu identifizieren und daraus ein „Konsens-Rating“ zu bestimmen.



## Auf welche Datenanbieter stützen wir uns bei der Bewertung?

Die in diesem Dokument dargestellten ESG-Bewertungen basieren nicht auf von uns selbst erhobenen und interpretierten Daten, sondern ausschließlich auf den Ratings etablierter ESG-Datenanbieter. Konkret stützen wir uns dabei auf die folgenden drei Anbieter, und somit ganz bewusst auf Anbieter mir sehr unterschiedlichen Herangehensweisen. Durch deren Gegenüberstellung ermitteln wir ihren gemeinsame Nenner und gründen darauf unsere ESG-Bewertung.



**ISS ESG** ist der auf Nachhaltigkeits-Research spezialisierte Bereich der 1985 gegründeten Unternehmensgruppe Institutional Shareholder Services („ISS“), die im Jahr 2018 unter anderem die renommierte, in Deutschland ansässige „oekom research“ übernommen hat. ISS ESG besitzt mehr als 30 Jahren Erfahrung auf dem Gebiet des Nachhaltigkeits-Researchs, und ist mit fast 2.000 Mitarbeitern an 30 Standorten weltweit einer der bedeutendsten Anbieter von ESG-Daten für institutionelle Anleger und Unternehmen. Im November 2020 hat die Deutsche Börse 80% von ISS übernommen, um nach eigenen Aussagen von der weltweit führenden ESG-Expertise von ISS zu profitieren. Inhaltlich vertritt ISS ESG einen „moralisch-ethischen Ansatz“ (siehe „Erhebung und Gewichtung von Daten als zentrale Herausforderung“).

**Refinitiv** ist einer der weltweit größten Anbieter von Finanzmarktdaten und –infrastruktur, der 2018 aus der Übernahme des Geschäftsbereichs „Financial & Risk“ des Daten- und Nachrichtenkonzerns „Thomson Reuters“ hervorgegangen ist. Seit Februar 2021 ist Refinitiv ein Unternehmen der Börse London (London Stock Exchange Group). Refinitiv bietet alle Arten von Finanzinformationen und Analyseinstrumenten an, die professionelle Finanzmarktakteure für ihre Anlageentscheidungen benötigen, und in diesem Zuge auch eigene ESG-Daten.



Refinitiv besitzt bis zum Jahr 2002 zurückreichende ESG-Datenbanken, und beschäftigt in diesem Bereich heute weltweit 1.800 Mitarbeiter. Bei der Datenaggregation vertritt Refinitiv weder einen „moralisch-ethischen“ noch einen „investorenzentrierten“ Ansatz (siehe „Erhebung und Gewichtung von Daten als zentrale Herausforderung“), sondern gewichtet nach dem Kriterium der Quantifizierbarkeit. Dadurch erhalten nur materielle, objektiv gut messbare Kriterien ein hohes Gewicht. Die drei Ebenen E, S und G werden für alle Branchen annähernd gleich gewichtet.

**CSRHUB** ist ein US-amerikanischer ESG Spezialist besonderer Art, der seit über 10 Jahren die ESG Beurteilungen vieler verschiedener Quellen aggregiert. CSRHub versteht seine ESG-Ratings als „Konsens-Ratings“. Das heißt, bei der Datenaggregation wird nicht das Ziel verfolgt, ein ESG-Rating anzubieten, das in direkter Konkurrenz zu den Bewertungen anderer ESG-Ratingagenturen steht.



Stattdessen fließen deren Ratings als Datenpunkte in die Aggregation ein, wodurch ein gemeinsamer Nenner aller berücksichtigten Daten ermittelt wird. Die Datenbank von CSRHub umfasst über 300 Millionen Datenpunkte aus über 700 ESG-Datenquellen, darunter führende ESG-Ratingagenturen, Indizes, Regierungsdatenbanken, Nichtregierungsorganisationen (NGOs), Netzwerkgruppen und Medien. Diese enorme Datenmenge wird durch hochmoderne „Big Data“-Verfahren zu aussagestarken ESG-Ratings zusammengefasst.

# Das untersuchte Portfolio

Die Bewertung der Nachhaltigkeit im Einzelnen

# ESG-Gesamtbewertung

Das geprüfte Portfolio eignet sich gut für Investitionen, bei denen die Förderung ökologisch und sozial nachhaltiger Wirtschaftsaktivitäten ein wesentliches Anliegen darstellt.

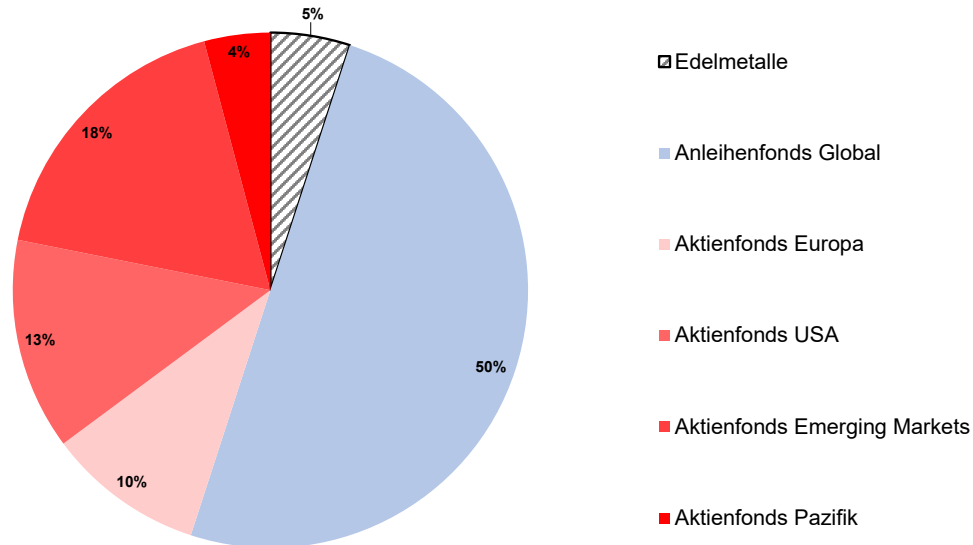
Wir bewerten die Nachhaltigkeit des Portfolios auf einer fünfstufigen Skala mit **4 von 5 möglichen Bäumen**. Das bedeutet, dass die ökologische und soziale Nachhaltigkeit der Unternehmen und Organisationen, in die in diesem Portfolio investiert wird, von mehreren unabhängigen ESG-Ratingagenturen **deutlich positiver** bewertet wird als ein im reinen ökonomischen Sinne vergleichbares Marktportfolio.

Diese Gesamtbewertung orientiert sich somit auf die zum heutigen Zeitpunkt in der Realität tatsächlich vorkommenden wirtschaftlichen Aktivitäten, nicht auf ein zum heutigen Zeitpunkt lediglich theoretisch vorstellbares Nachhaltigkeitsideal.



Bei der Prüfung im **November 2021** wurden folgende Kennwerte ermittelt:

## Aufteilung nach ESG-relevanten Bewertungskategorien



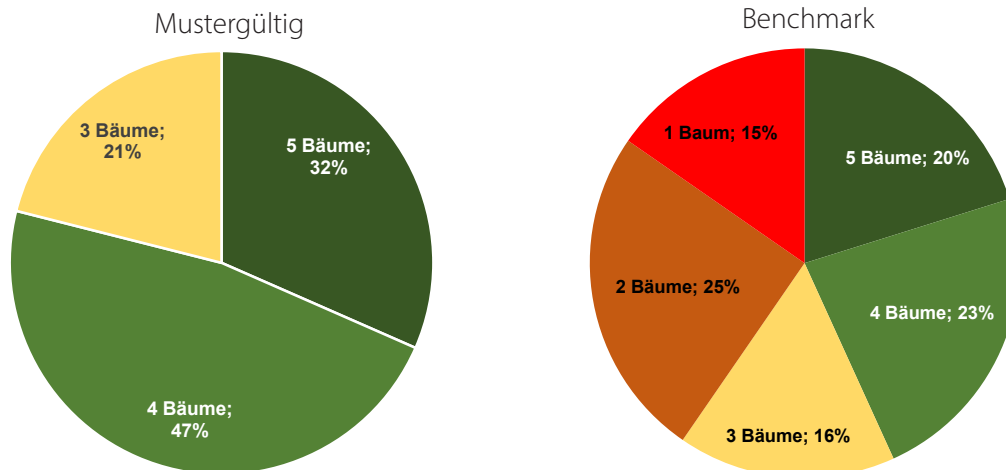
## Erläuterungen

Diese Grafik zeigt zunächst, für welchen Anteil des Portfolios eine Bewertung aus ESG-Perspektive durchgeführt werden kann. So sind etwa der Liquiditäts-, Edelmetall- oder Immobilienanteil in dieser Hinsicht nicht sinnvoll bewertbar, da sie keine eigene Wirtschaftsaktivität aufweisen.

Der unter ESG-Aspekten **bewertbare Anteil** dieses Portfolios beträgt **95%**. Für **100%** dieses Anteils konnte ein ESG-Rating bestimmt werden.

Die bewertbaren Anteile des Portfolios sind in dieser Grafik nach den Bewertungsobjekten aufgeteilt, die aus einer ESG-Perspektive relevant sind. Im Aktienbereich sind das in jedem Fall börsennotierte Unternehmen, im Anleihebereich können dies auch Staaten oder andere Organisationen sein.

## Verteilung der Ratings im Vergleich zur Benchmark\*



## Erläuterungen

Das **linke Kreisdiagramm** zeigt, zu welchen Anteilen der bewertbare Teil des analysierten Portfolios aus Wertpapieren mit unterschiedlich guten ESG-Ratings besteht. Das **rechte Kreisdiagramm** zeigt, wie sich diese Verteilung im Vergleich dazu in der Benchmark darstellt.

Unter der **Benchmark** wird dabei ein im rein ökonomischen Sinne vergleichbares, globales Marktportfolio verstanden, in dem die Gewichtung der wesentlichen Assetklassen (Aktien und Anleihen) im bewertbaren Teil des analysierten Portfolios derjenigen im analysierten Portfolio entspricht. Die exakte Zusammensetzung der Benchmark ist links unterhalb der Grafik angegeben.

\* 50% MSCI All Country World Index, 50% Bloomberg Barclays Global Agg. Bond Index (entsprechend des Verhältnisses von Aktien und Anleihen im unter ESG-Aspekten bewertbaren Teil des Portfolios)

Bei der Prüfung im **November 2021** wurden folgende Kennwerte ermittelt:

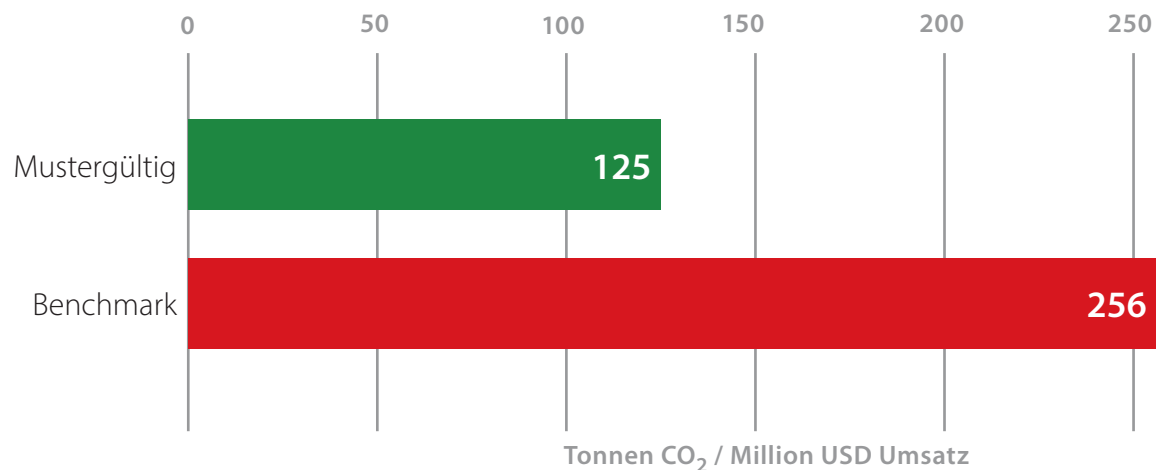
## Höchstgewichte Positionen mit bestem Rating

| Wertpapier                           | ISIN         | Rating  | Aktuelles Gewicht |
|--------------------------------------|--------------|---------|-------------------|
| Robeco Global Total Return Bond Fund | LU0951484681 | 5 Bäume | 8,43%             |
| Lyxor ESG EUR Corp. Bond ETF         | IE00B52VJ196 | 5 Bäume | 6,22%             |
| xtrackers Euroz.Gov.Bond linked ETF  | LU0290358224 | 5 Bäume | 4,15%             |

## Höchstgewichte Positionen mit niedrigstem Rating

| Wertpapier                      | ISIN         | Rating  | Aktuelles Gewicht |
|---------------------------------|--------------|---------|-------------------|
| Franklin Liberty FTSE China ETF | IE00BHZRR147 | 3 Bäume | 6,29%             |
| 1,375% Thyssenkrupp 17/22       | DE000A2BPET2 | 3 Bäume | 3,21%             |

## CO<sub>2</sub>-Intensität im Vergleich zur Benchmark\*



\* 50% MSCI All Country World Index, 50% Bloomberg Barclays Global Agg. Bond Index (entsprechend des Verhältnisses von Aktien und Anleihen im unter ESG-Aspekten bewertbaren Teil des Portfolios)

## Erläuterungen

Diese Tabellen zeigen die Wertpapiere mit den höchsten Gewichten innerhalb der höchsten und niedrigsten Ratingkategorie, die in dem Portfolio zu finden ist.

Die Positionen mit den weniger guten ESG Ratings sind zur Verbesserung des Rendite-Risiko-Profiles des Portfolios nötig.

Die Tabellen hängen vom Bewertungsniveau innerhalb des gesamten Portfolios ab. So stellt beispielsweise in einem Portfolio mit vielen sehr gut bewerteten Wertpapieren bereits ein durchschnittliches Rating die niedrigste Bewertung dar.

## Erläuterungen

Verschiedene Treibhausgase (von denen Kohlendioxid das bekannteste ist) sind ein wesentlicher Treiber der Erderwärmung und damit des Klimawandels. Daher ist aus einer nachhaltigen Perspektive von Interesse, für wieviele CO<sub>2</sub>-Emissionen ein Unternehmen durch seine Geschäftstätigkeiten direkt oder indirekt verantwortlich ist. Wird dieser Wert – der mittlerweile für die meisten börsennotierten Unternehmen standardmässig bestimmt wird – auf den Umsatz eines Unternehmens bezogen, so lässt sich angeben, wie viele **Tonnen CO<sub>2</sub> ein Unternehmen pro Million US-Dollar Umsatz** erzeugt.

Die linke Grafik zeigt die gewichtete Summe dieser Kennzahl über alle Wertpapiere des analysierten Portfolios, bei denen diese Kennzahl bestimmt werden kann. Im Vergleich dazu ist die auf die gleiche Weise berechnete CO<sub>2</sub>-Intensität der Benchmark dargestellt.

# Glossar

Nähere Erläuterungen zu den dargestellten Grafiken und Texten



## Kosten einer Investition in ein aktiv verwaltetes Portfolio

Zunächst ist zu unterscheiden, ob es sich beim jeweiligen Portfolio um einen Publikumsfonds handelt, oder ob es sich um ein Depot handelt, das im Rahmen einer Vermögensverwaltung für den Anleger gemanagt wird. In beiden Fällen ergeben sich die nachfolgend dargestellten Kostenarten, die im Falle eines Publikumsfonds bzw. einer Vermögensverwaltung allerdings teilweise unterschiedlich hoch sind und auch unterschiedlich ausgewiesen werden.

**(1) Managementgebühren:** Die regelmässige Vergütung für das aktive Management des Portfolios und eine eventuell zusätzliche performanceabhängige Gebühr. – Diese Kosten werden in den Darstellungen zu Wertveränderungen im vorliegenden Zertifikat nicht berücksichtigt. Allerdings wird ein Zertifikat nur dann ausgestellt, wenn die Managementgebühren des jeweiligen Anbieters marktübliche Durchschnittswerte nicht deutlich überschreiten.

**(2) Bankgebühren:** Verschiedene Gebühren, die beim Handel mit Wertpapieren und bei ihrer Verwahrung fällig werden. Hierzu zählen vor allem Transaktionskosten, daneben aber auch Depot- und Kontoführungsgebühren, Kauf- und Verkaufskursdifferenzen (sog. „Spreads“) beim Devisenhandel, Gebühren für im Ausland verwahrte Wertpapiere und sonstige Kosten wie etwa für Gutschriften, Porto etc. – Diese Kosten werden in den Darstellungen zu Wertveränderungen im vorliegenden Zertifikat nicht berücksichtigt.

**(3) Produktgebühren:** Die Kosten von im Portfolio enthaltenen Produkten, die ihrerseits gemanagt werden oder strukturiert sind, so dass für sie zusätzliche Gebühren anfallen. Dazu gehören insbesondere die laufenden Kosten, Transaktionskosten und ggf. Ausgabeaufschläge und performanceabhängigen Gebühren von Investmentfonds (s.u.) oder die „Spreads“ (s.o.) von Zertifikaten. – Diese Kosten werden in den Darstellungen zu Wertveränderungen im vorliegenden Zertifikat in Form von durchschnittlichen Kostenbelastungen verschiedener Produktarten berücksichtigt.

Beim Kauf und Halten eines Portfolios im Rahmen einer **Vermögensverwaltung** steht es dem jeweiligen Anbieter frei, im Rahmen unterschiedlicher Gebührenmodelle die auf diesen Ebenen anfallenden Kosten auf unterschiedliche Arten zu splitten oder zu Kostenblöcken zusammen zu fassen. So bieten beispielsweise viele Vermögensverwalter ein sog. „All-In-Fee-Modell“ an, das neben den Managementgebühren üblicherweise auch einige Bankgebühren enthält. Sämtliche Bankgebühren und insbesondere Produktgebühren sind jedoch auch in einer „All-In-Fee“ in aller Regel nicht enthalten. Insofern ist die Höhe einer „All-In-Fee“ nicht mit den Gesamtkosten einer Vermögensverwaltung identisch.

Grundsätzlich gilt, dass die Gesamtkosten einer Vermögensverwaltung tendenziell umso höher sind, je geringer die Anlagesumme und je höher der Anteil stark schwankender Wertpapiere ist. Daher können marktübliche Durchschnittswerte für die Gesamtkosten einer Vermögensverwaltung immer nur in Abhängigkeit von diesen Faktoren angegeben werden. Entsprechend lässt sich als Orientierungsgröße sagen, dass marktübliche Gesamtkosten einer Vermögensverwaltung bei einer Anlagesumme von einer Million Euro und einer Aktienquote von ca. 50% im Bereich von etwa 1,0% bis 1,5% p.a. liegen.



## Kosten einer Investition in ein aktiv verwaltetes Portfolio (Fortsetzung)

Beim Kauf und Halten von Anteilen eines **Publikumsfonds** ist die Art und Weise, wie der jeweilige Anbieter die Kosten ausweisen muss, stärker standardisiert als im Falle einer Vermögensverwaltung. So ergeben sich die Gesamtkosten als Summe aus (a) dem bei Kauf einmalig anfallenden Ausgabeaufschlag plus (b) den laufenden Kosten plus (c) den Transaktionskosten des Fonds plus (d) eventuell anfallenden performanceabhängigen Gebühren.

(a) Die Höhe des **Ausgabeaufschlags** kann dem Dokument mit sog. „Wesentlichen Anlegerinformationen“ (KIID) entnommen werden, zu dessen Veröffentlichung jeder Publikumsfonds gesetzlich verpflichtet ist. Die Höhe des Ausgabeaufschlags ist stark davon abhängig, wie hoch der Anteil stark wertschwankender Wertpapiere im jeweiligen Fonds ist. Insofern ist er beispielsweise bei Aktienfonds in aller Regel höher als bei Rentenfonds. Ausgabeaufschläge können je nach Art des Fonds zwischen 0% bis 6% betragen, die durchschnittliche Höhe liegt im Bereich von 3% bis 5%. Der Ausgabeaufschlag entfällt, wenn der Kauf der Fondsanteile über die Börse stattfindet. In diesem Fall ist stattdessen der „Spread“ (s.o.) zu zahlen.

(b) Auch für die Höhe der **„laufenden Kosten“** gilt, dass sie dem Dokument mit sog. „Wesentlichen Anlegerinformationen“ (KIID) entnommen werden kann, und dass sie stark davon abhängt, wie hoch der Anteil stark wertschwankender Wertpapiere im jeweiligen Fonds ist. In diesen laufenden Kosten ist eine Vielzahl von regelmäßig wiederkehrenden Kosten berücksichtigt, die bei der Verwaltung des Fonds anfallen, darunter auch die Vergütung für das ggf. aktive Management des jeweiligen Portfolios. Daher sind die laufenden Kosten bei einem aktiv gemanagten Fonds deutlich höher als bei einem passiv gesteuerten. Laufende Kosten können bei aktiv gemanagten Fonds je nach Art des Fonds zwischen 0,5% p.a. bis 3% p.a. betragen, die durchschnittliche Höhe liegt bei Aktienfonds im Bereich von knapp 2% p.a. Da die laufenden Kosten regelmässig wiederkehrend sind, stellen sie für den längerfristigen Anleger die wichtigste Kostengröße dar. Anstatt von laufenden Kosten wird teilweise auch von der sog. „Total expense ratio“ (TER) gesprochen. Der einzige Unterschied zwischen den beiden Begriffen besteht darin, dass die „laufenden Kosten“ im Falle von Dachfonds auch die laufenden Kosten der enthaltenen Zielfonds berücksichtigen, während dies bei der TER nicht der Fall ist. Die TER ist ähnlich wie die oben beschriebene „All-In-Fee“ insofern begrifflich irreführend, als es sich dabei nicht um die Gesamtkosten des Fondsinvestments handelt.

(c) Die Höhe der **Transaktionskosten** hängt von der Häufigkeit und dem Volumen der Transaktionen im Fonds ab und somit von der Frage, wie aktiv der Fonds gemanagt wird. Im Unterschied zu den anderen Kostenkomponenten muss diese Kostenart an keiner Stelle exakt ausgewiesen werden, so dass sie nur anhand der im Jahres- oder Halbjahresbericht dokumentierten Käufe und Verkäufe näherungsweise rekonstruiert werden kann. Insofern handelt es sich hierbei um die intransparenteste Kostenart. Klar ist, dass auch die Transaktionskosten von der Art des jeweiligen Fonds abhängen, da beispielsweise im Aktienhandel die Transaktionskosten höher sind als im Rentenhandel. Insgesamt können die Transaktionskosten je nach Art des Fonds zwischen 0% p.a. bis 3% p.a. betragen, die durchschnittliche Höhe liegt im Bereich von 0,2% p.a. bis 1,0% p.a.

(d) Sofern der Anbieter eines Fonds **performanceabhängige Gebühren** verlangt, so kann auch deren Höhe dem Dokument mit sog. „Wesentlichen Anlegerinformationen“ (KIID) entnommen werden. Die Bedingungen, unter denen eine performanceabhängige Gebühr fällig wird, kann der Anbieter eines Fonds innerhalb weiter Grenzen selbst festlegen. Dadurch sind unabhängig von der Art des jeweiligen Fonds bis zu 25% der Outperformance zu einer vom Anbieter gewählten Benchmark als performanceabhängige Gebühr möglich. Aufgrund dieser Unterschiedlichkeit der Ausgestaltungen ist es nicht sinnvoll möglich, hierzu marktübliche Durchschnittswerte anzugeben.

### Definition der Prüfkriterien

Die fünf Prüfkriterien sind folgendermaßen definiert:

- ❖ **Struktursicherheit:** Der Portfolioanbieter unterliegt der staatlichen Finanzmarktaufsicht und verfügt hinsichtlich seiner wirtschaftlichen, personellen und administrativen Ressourcen über die notwendige Solidität, um langfristig professionelle Vermögensverwaltung betreiben zu können. Die Vermögensgegenstände des Portfolios sind rechtlich vom Vermögen des Portfolioanbieters getrennt und so strukturiert, dass das Totalverlustrisiko für Investoren ausgeschlossen ist.
- ❖ **Risikostreuung:** Das Risiko des Portfolios ist nicht deutlich höher, als zum Erreichen der langfristig angestrebten Renditeziele notwendig ist, und dabei so breit über Risikofaktoren gestreut, dass keine Risikokonzentrationen bestehen, die das Portfolio als Core-Investment für das jeweilige Anlageziel untauglich machen.
- ❖ **Produktumsetzung:** Es besteht eine fachliche Passung zwischen den strategischen Zielen des Portfolios und den Finanzinstrumenten, mit denen sie umgesetzt werden. Dabei erfolgt der Einsatz strukturierter Produkte in einem angemessenen Verhältnis zu Direktinvestments und in fachlich sinnvoller Weise.
- ❖ **Kosten:** Es besteht eine Passung zwischen den strategischen Zielen des Portfolios und den äußeren und inneren Kosten des Portfolios. Die Kosten bewegen sich somit in einem marktüblichen Rahmen und erreichen insbesondere keine Höhe, die das langfristig angestrebte Renditeziel grundsätzlich in Frage stellt. Bei der Produktumsetzung wird so weit wie möglich auf Produkte mit hoher Kostenbelastung und auf Schachtelkonstruktionen verzichtet.
- ❖ **Transparenz:** Alle für einen Anleger relevanten Aspekte des Portfolios sind einer externen Analyse zugänglich. Dies betrifft insbesondere Anlagerichtlinien, historische Renditen, Gebührenstrukturen, sowie Art und Funktionsweise der gehaltenen Finanzinstrumente.

# Ratingkategorien

Jedes erfolgreich zertifizierte Portfolio erhält sowohl ein **Langfrist**- als auch ein **Kurzfrist**-Rating. Das Langfrist-Rating bezieht sich auf die langfristigen Ziele des Portfolios und die damit einhergehende Anlagepolitik, während sich das Kurzfrist-Rating auf die momentane Strukturierung des Portfolios bezieht. Das Langfrist-Rating wird sich somit im Unterschied zum Kurzfrist-Rating in der Regel nicht ändern.

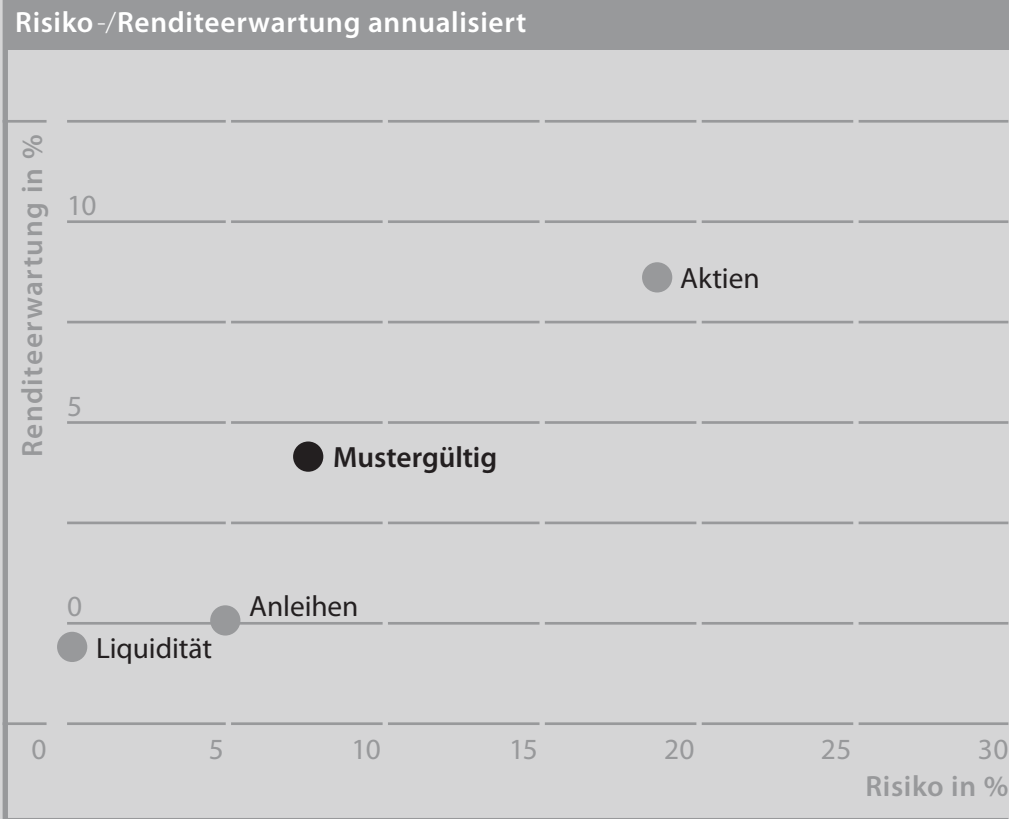
Jedes Risikoring („lang“ und „kurz“) von allen erfolgreich zertifizierten Portfolios beginnt mit dem Buchstaben „A“. Damit wird zum Ausdruck gebracht, dass wir das jeweilige Portfolio als geeignetes Basisinvestment für den langfristigen Vermögensaufbau bzw. -erhalt ansehen. Nach dem Buchstaben „A“ folgt eine in Klammer gesetzte Zahl von (5) bis (1). Diese Zahl drückt aus, wie risikoreich die Anlagepolitik des jeweiligen Portfolios grundsätzlich ausgerichtet ist.

| Ratingkategorie                                                          | A(5)                                                      | A(4)                                                      | A(3)                                                                                                    | A(2)                                     | A(1)                                     |
|--------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------|------------------------------------------|
| <b>Langfristiges Anlageziel</b>                                          | Vermögenserhalt                                           | defensiver Vermögensaufbau                                | Vermögensaufbau                                                                                         | eher offensiver Vermögensaufbau          | offensiver Vermögensaufbau               |
| <b>Mindestrenditeerwartung</b><br>(im Verhältnis zu Anleihen und Aktien) | ≈ langlaufende festverzinsliche Anleihen höchster Bonität | > langlaufende festverzinsliche Anleihen höchster Bonität | >> langlaufende festverzinsliche Anleihen höchster Bonität<br><< Aktien (Europa, Welt, Schwellenländer) | < Aktien (Europa, Welt, Schwellenländer) | ≈ Aktien (Europa, Welt, Schwellenländer) |
| <b>Verlustrisiko (VaR)</b><br>(Erläuterung siehe Lesebeispiel)           | 0                                                         | -10                                                       | -10                                                                                                     | -15                                      | -25                                      |

### Lesebeispiel:

Ein Portfolio der Ratinkategorie A(3) wird mit einer Wahrscheinlichkeit von 95% innerhalb eines Jahres nur Wertverluste von höchstens -12% erleiden. Gleichzeitig kann man von diesem Portfolio langfristig eine Rendite erwarten, die deutlich oberhalb der von langlaufenden Anleihen höchster Bonität liegt, gleichzeitig aber auch noch deutlich unterhalb von der eines reinen Depots aus Aktien (Europa, Welt, Schwellenländer).

## Das Risiko-Rendite-Diagramm



Diese Grafik zeigt die Lage des analysierten Portfolios in einem Risiko-Rendite-Diagramm im Vergleich zur aktuellen Position eines reinen Anleihenindex (iBoxx® Euro Germany Total Return Index) und eines reinen Aktienindex (EURO STOXX 50®).

Als **Risiko** wird dabei die annualisierte historische Volatilität der aktuellen Zusammensetzung des Portfolios über einen Zeitraum von 12 Jahren ausgewiesen, wobei ältere Daten mit exponentiell abnehmender Gewichtung berücksichtigt werden.

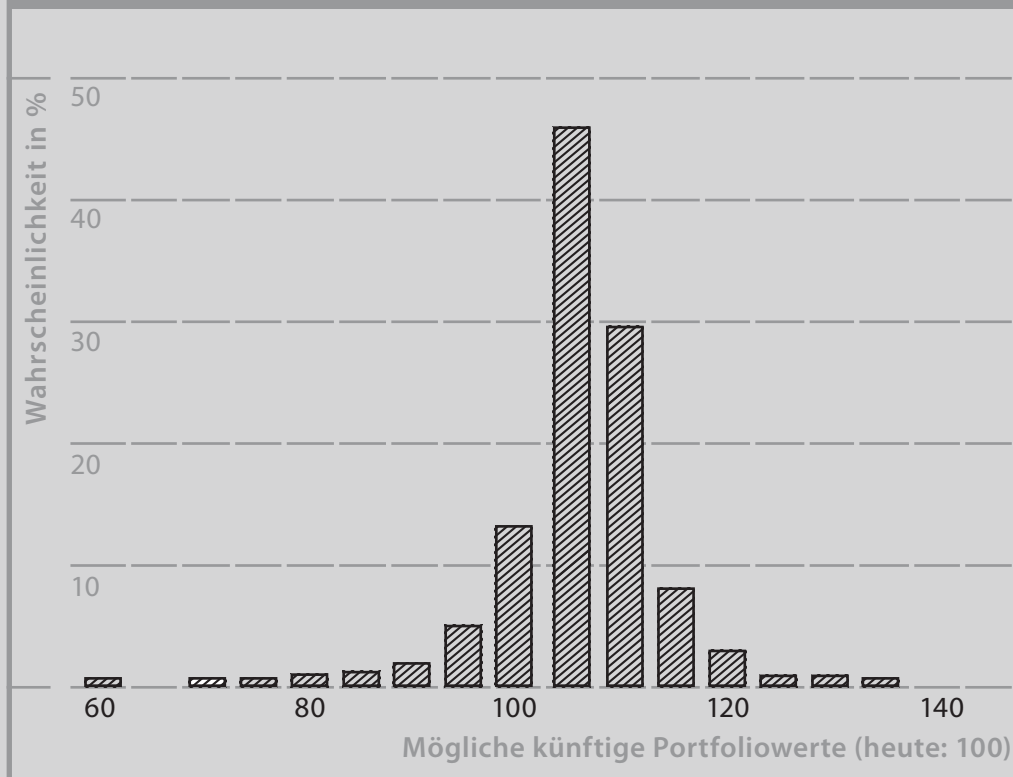
Als **Renditeerwartung** wird die annualisierte prognostizierte Rendite der aktuellen Zusammensetzung des Portfolios ausgewiesen. In die Berechnung dieser Renditeprognose gehen sowohl die historischen Renditen der heutigen Portfoliozusammensetzung (über 12 Jahre) ein, als auch die Renditen, die für die Zukunft zu erwarten sind, wenn die aktuelle Volatilität der einzelnen Portfoliobestandteile gemäß eines Risikoprämienmodells bewertet wird.

**Im Beispiel links** hätte das Portfolio „Mustergültig“ derzeit ein Risiko von ca. 7,5%, sowie eine Renditeerwartung von ca. 4% (vor Kosten).

Es wäre somit volatiler als der Anleihenindex (Risiko ca. 5%), hätte gleichzeitig aber auch die deutlich höhere Renditeerwartung. Umgekehrt wäre das Portfolio „Mustergültig“ weniger volatil als der Aktienindex (Risiko ca. 18%), hätte gleichzeitig aber auch die geringere Renditeerwartung.

## Spektrum möglicher Entwicklungen

Wahrscheinlichkeit bestimmter Wertentwicklungen in 3 Jahren



Diese Grafik macht deutlich, dass eine Renditeprognose nicht punktgenau zu verstehen ist, sondern lediglich einen Wert darstellt, dem man aus heutiger Sicht die höchste Eintrittswahrscheinlichkeit beimisst. Das bedeutet, dass oberhalb und unterhalb dieses Werts ein **Spektrum möglicher anderer zukünftiger Renditen existiert**, deren Eintrittswahrscheinlichkeiten aus heutiger Sicht zwar geringer, aber nicht vernachlässigbar klein sind.

In dieser Grafik wird dieses Spektrum anschaulich gemacht, indem die **Wahrscheinlichkeiten für bestimmte Werte des Portfolios in drei Jahren** dargestellt werden. Um einen Referenzpunkt zu haben, wird dabei davon ausgegangen, dass es heute einen Wert von „100“ besitzt.

**Im Beispiel links** wäre zu erwarten, dass ein heutiger Wert des Portfolios von 100 in drei Jahren mit einer Wahrscheinlichkeit von über 40% auf 105 gestiegen sein wird, mit einer Wahrscheinlichkeit von 30% sogar auf 110, mit einer Wahrscheinlichkeit von 2% aber auch auf 95 gefallen sein könnte.

## Sensitivitätsanalyse

| Anfälligkeit des Portfolios gegenüber externen Risiken |              |   |           |
|--------------------------------------------------------|--------------|---|-----------|
|                                                        | sehr niedrig |   | sehr hoch |
| Aktienrisiken                                          |              |   | ●         |
| Zinsrisiken                                            | ●            |   |           |
| Währungsrisiken                                        |              | ● |           |
| Liquiditätsrisiken                                     | ●            |   |           |
| Ausfallrisiken                                         |              | ● |           |
| Managementrisiken                                      |              | ● |           |

Diese Grafik verdeutlicht, wie stark das analysierte Portfolio gegenüber unterschiedlichen Risiken des Kapitalmarktes exponiert ist. Damit wird die **Sensitivität** des Portfolios gegenüber externen Risiken als ein drittes Risikomaß neben den zuvor bereits eingeführten Streuungs- (Volatilität) und Verlustmaßen (historische Stressszenarien, zeitabhängiges Verlustrisiko) eingeführt.

Die ersten drei Zeilen zeigen an, in welchem Ausmaß das Portfolio gegenüber Kursschwankungen am Aktienmarkt (Aktienrisiken), bzw. gegenüber Zinsänderungen (Zinsrisiken), bzw. gegenüber Wechselkursschwankungen (Währungsrisiken) exponiert ist.

Bezüglich des **Liquiditätsrisikos** wird dargestellt, in welchem Ausmaß das Portfolio Positionen enthält, die nicht oder nur mit deutlichem Abschlag zu ihrem Substanzwert kurzfristig am Markt liquidierbar sind.

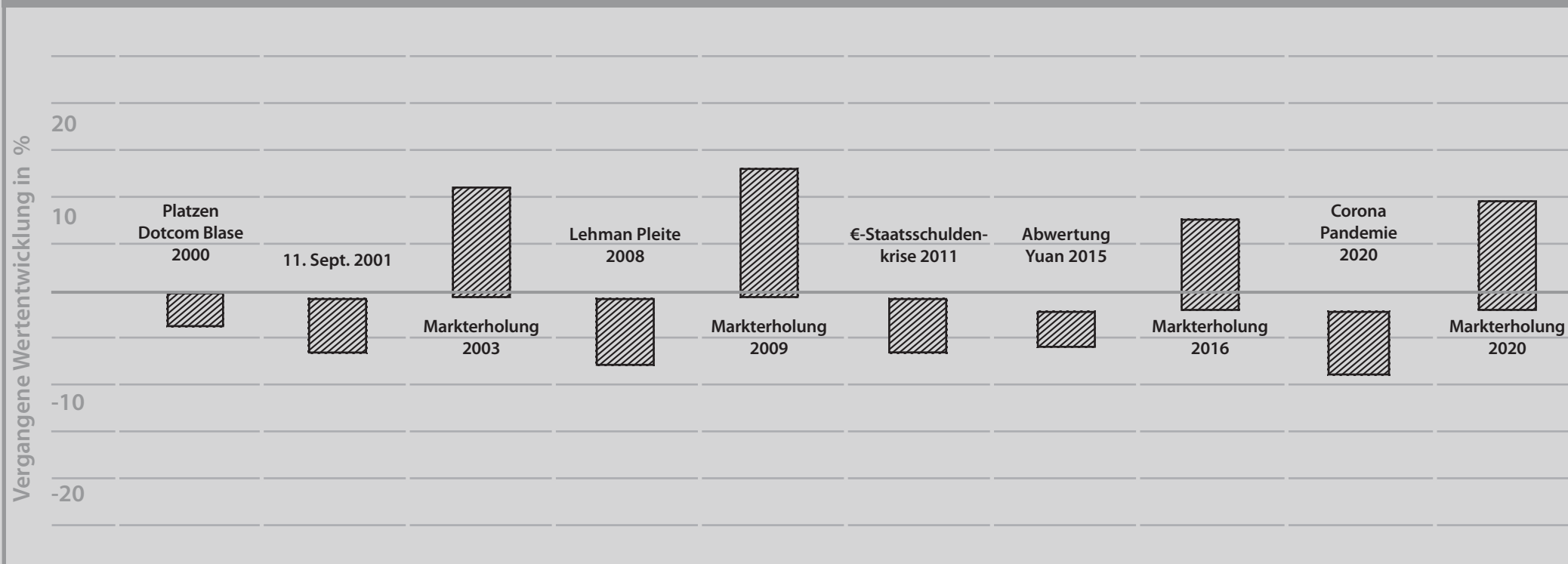
Bezüglich des **Ausfallrisikos** wird dargestellt, in welchem Ausmaß das Portfolio Positionen enthält, die aufgrund ihres rechtlichen Status bzw. aufgrund der Bonität von Schuldern oder anderen Kontrahenten ein erhöhtes Ausfallrisiko aufweisen.

Bezüglich des **Managementrisikos** wird dargestellt, in welchem Ausmaß die Performance des Portfolios von aktiven Managemententscheidungen abhängt. Dies wird an zwei Faktoren bemessen: Zum einen an der Frage, wie frei das Management in seinen Entscheidungen ist, d.h. wie weit es sich bei der Gewichtung von Wertpapieren von deren Marktkapitalisierung entfernen darf. Zum anderen wird das Managementrisiko an der Höhe der Kosten bemessen, da die Anforderungen an die Güte der Managemententscheidungen mit den Kosten ansteigen. Ein „sehr niedriges“ Managementrisiko wäre somit nur bei einem rein passiven Portfolio gegeben, für das nur die Kosten für die regelmäßige Wiederherstellung der marktkapitalisierten Gewichtung anfallen.

Die Einordnung des Portfolios in vier „Sensitivitätskategorien“ für jedes der sechs angezeigten Risiken erfolgt durch eine kombinierte Analyse von assetklassenspezifischen Sensitivitätskennzahlen, Produkteigenschaften, Anlagerichtlinien und aktuellen Marktdaten (z.B. implizite Volatilität, Zinsstruktur, Geld-Brief-Spannen, CDS-Prämien).

**Im Beispiel oben links** wäre zu erwarten, dass das betreffende Portfolio sensibel auf Kursveränderungen am Aktienmarkt reagiert, allerdings nur schwach auf Zinsveränderungen oder auf Veränderungen der Marktliquidität. Moderate Reaktionen wären bei Wechselkurs- oder Bonitätsveränderungen zu erwarten. Die Einstufung des Managementrisikos würde auf eine aktive, benchmarkorientierte Anlagepolitik zu moderaten Kosten hindeuten.

## Historischer Stresstest in Bezug auf reale Ereignisse



Diese Grafik stellt dar, welche Wertveränderungen das Portfolio erfahren hätte, wenn es in seiner **heutigen Zusammensetzung** von bestimmten außergewöhnlichen Marktereignissen (negativ und positiv) getroffen worden wäre, die in der Vergangenheit stattgefunden haben.

Während der Beginn solcher Stressphasen oftmals klar benannt werden kann, ist ihr Ende weitaus schwieriger zu definieren. Es ist deshalb üblich, im Rahmen solcher historischer Stresstests die **initiale Phase der Marktreaktion** nur so lange zu betrachten, bis in den historischen Kursdaten eine erste ausgeprägte Gegenbewegung erkennbar ist. Dadurch umfassen solche historischen Stressphasen typischerweise nur wenige Wochen oder höchstens Monate. Die exakten zeitlichen Definitionen der oben dargestellten Stressphasen lauten wie folgt:

Platzen Dotcom Blase: 04.09.2000 - 02.01.2001

11. September: 10.09.2001 - 21.09.2001

Markterholung: 11.03.2003 - 16.01.2004

Lehman Pleite: 15.09.2008 - 14.10.2008

Markterholung: 04.03.2009 - 01.06.2009

€-Staatsschuldenkrise: 22.07.2011 - 08.08.2011

Abwertung Yuan: 10.08.2015 - 26.08.2015

Markterholung: 11.02.2016 - 27.12.2016

Corona Pandemie: 19.02.2020 - 18.03.2020

Markterholung: 23.03.2020 - 05.06.2020