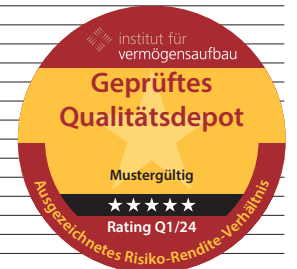


Bericht zur Zertifizierung des Portfolios

Mustergültig

der Max Musterbank



Datenstand: Februar 2024

Erstellt am: 28.02.2024

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 in diesem Dokument 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 in dem vorliegenden Dokument 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 Dokument 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 Dokumente 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 Dokumente 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) 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 entnehmen.

Was sagt eine erfolgreiche Zertifizierung aus?

Eine erfolgreiche Zertifizierung sagt aus, dass das analysierte Portfolio professionellen finanzmathematischen Kriterien entspricht. Um dies zu überprüfen, werden die Ertragspotenziale analysiert, die durch das Portfolio angestrebt werden, die Streuung der dabei eingegangenen Risiken, und die hierfür eingesetzten Finanzinstrumente. Bei einem erfolgreich zertifizierten Portfolio stehen die Chancen und Risiken in einem ausgezeichneten fachlichen Verhältnis zueinander, so dass es eine sehr gute Chance bietet, seine langfristigen Anlageziele zu erreichen.

Ein Vermögensverwalter, der das Institut mit der Analyse von Portfolios mit dem Ziel einer Zertifizierung beauftragt, verpflichtet sich, diese Portfolios während der Vertragslaufzeit vierteljährlich dieser Analyse zu unterziehen.

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 für ihren vielfältigen Finanzbedarf 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 Anleihenmarkt

Über den **Anleihenmarkt** (auch: Renten- oder Bondmarkt) 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 Kreditwürdigkeit 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 unter anderem 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 Kreditwürdigkeit (Bonität) des Schuldners investiert.

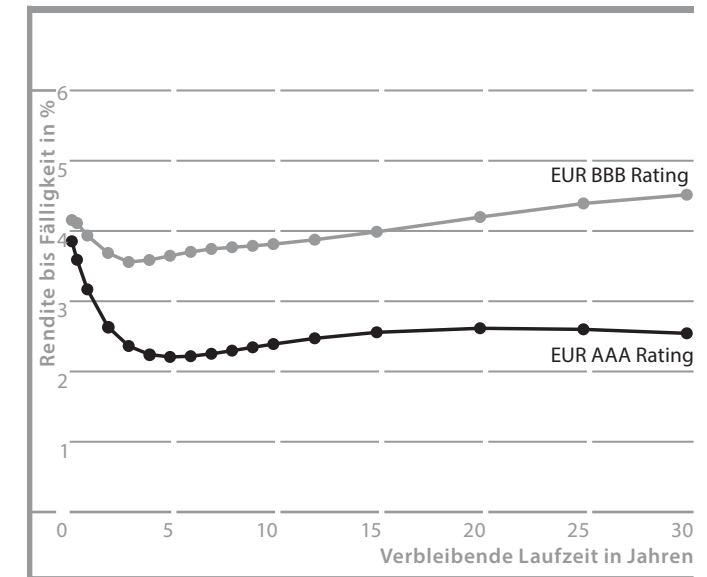
Die **gegenwärtige Rendite bei minimalem Risiko** kann der folgenden Grafik entnommen werden: Die **schwarze Linie zeigt** die gegenwärtigen Renditen, die man für den Verleih von Geld an die sichersten Schuldner (Euro-Staatsanleihen mit AAA Rating) bekommt. Am linken Ende sind die Renditen für die kürzesten Laufzeiten zu sehen. In einem normalen Zinsumfeld 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 Kreditwürdigkeit (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.

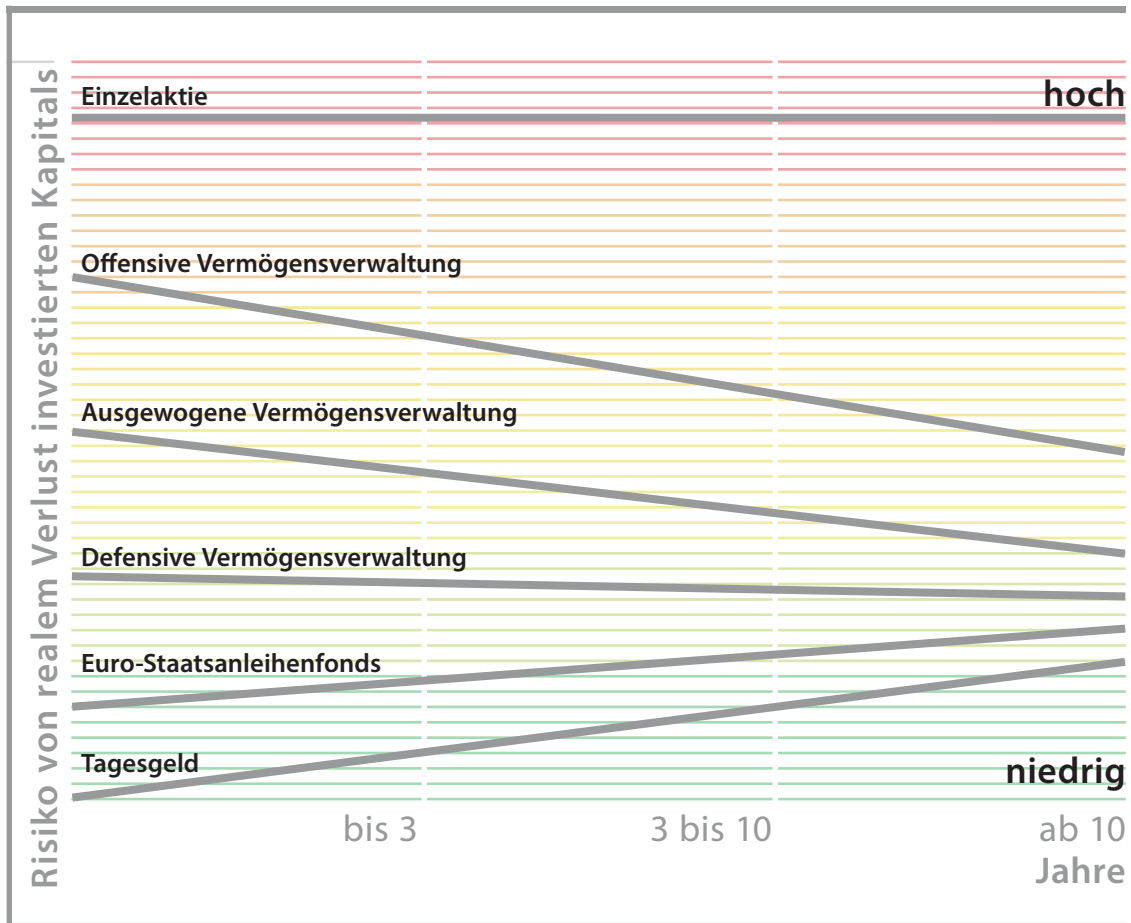
Das **Kreditausfallrisiko** umfasst Verluste, die dadurch entstehen, dass ein Kreditnehmer die ihm obliegenden Verbindlichkeiten nicht fristgerecht und/oder in voller Höhe bedienen kann. Es wird in Form eines Ratings zwischen AAA (höchste Kreditwürdigkeit) bis C (problematische Kreditwürdigkeit) bewertet.

Aktuelle Zinsstruktur am Rentenmarkt



Gegenwärtig herrscht keine normale, sondern eine sog. „inverse“ Zinsstruktur, in der die Renditen bei kurzen Laufzeiten höher sind als bei langen Laufzeiten. Eine solche Zinsstruktur entsteht, wenn am Rentenmarkt die Erwartung dominiert, dass längerfristig die Zinsen sinken werden. Diese Erwartungshaltung begünstigt den Kauf langlaufender Anleihen, wodurch deren Preis steigt und ihre Rendite sinkt.

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 steigt das Risiko von Verlusten im oben genannten Sinn allerdings an, da insbesondere in einem inflationären Umfeld die Verzinsungen innerhalb des Fonds auf Dauer nicht ausreichen werden, um die Kaufkraft des investierten Kapitals zu erhalten. Ähnliches gilt für Tagesgeld. Es besitzt gar kein Kursrisiko. In einem inflationären Umfeld bzw. bei niedrigen Anlagezinsen erodiert jedoch mit der Zeit die Kaufkraft des angelegten Kapitals.

Das untersuchte Portfolio

Die Ergebnisse im Einzelnen

Gesamturteil

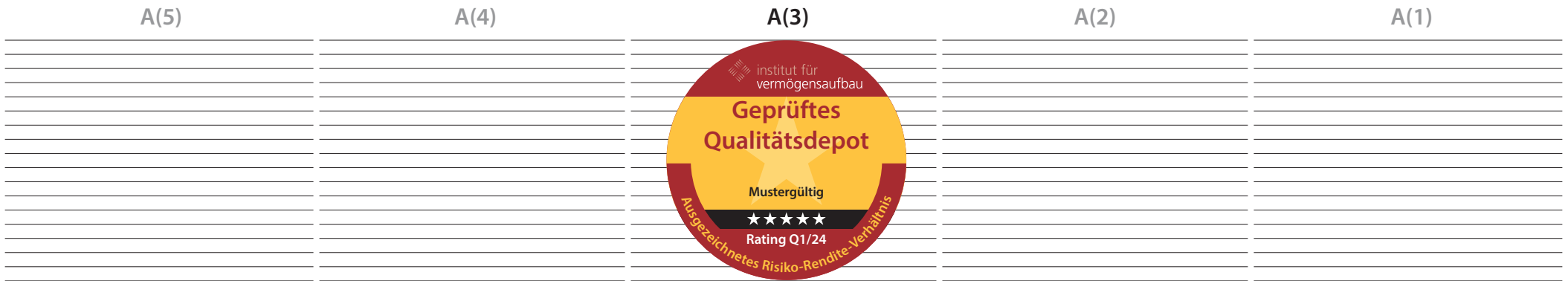
Das geprüfte Portfolio ist langfristig ausgezeichnet für den Vermögensaufbau geeignet.

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.

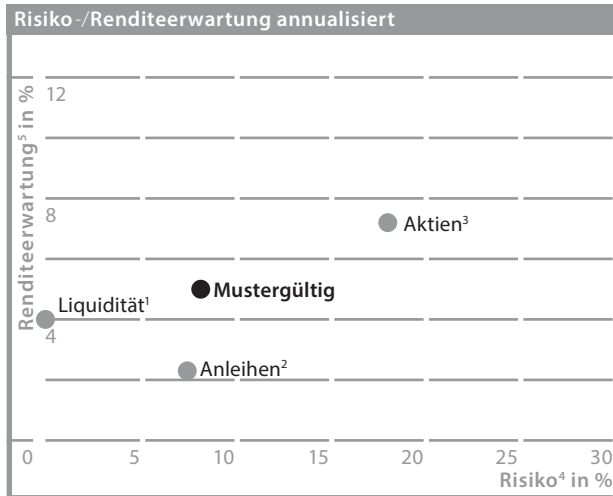
Auch **kurzfristig** stufen wir das Risiko des Portfolios in die Ratingkategorie **A(3)** ein. Das bedeutet, dass die **derzeitige** Investitionsstruktur des Portfolios nicht wesentlich von der langfristigen Ausrichtung abweicht.

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.

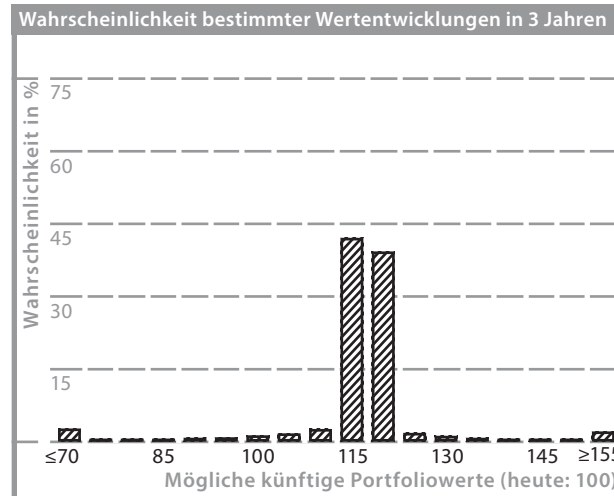


Bei der Prüfung im **Februar 2024** wurden folgende Kennwerte ermittelt:

Analysen



¹ Liquidität = Einlagenzins der EZB
² Anleihen = iBoxx[®] Euro Germany Total Return Index
³ Aktien = EURO STOXX 50[®]
⁴ Risiko = Historische Volatilität p.a. im rechts angegebenen Referenzzeitraum
⁵ Renditeerwartung p.a. auf Basis aktueller Konsensprognosen



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. Hohe Balken kennzeichnen somit wahrscheinliche Entwicklungen, die letztlich aber nicht sicher sind.

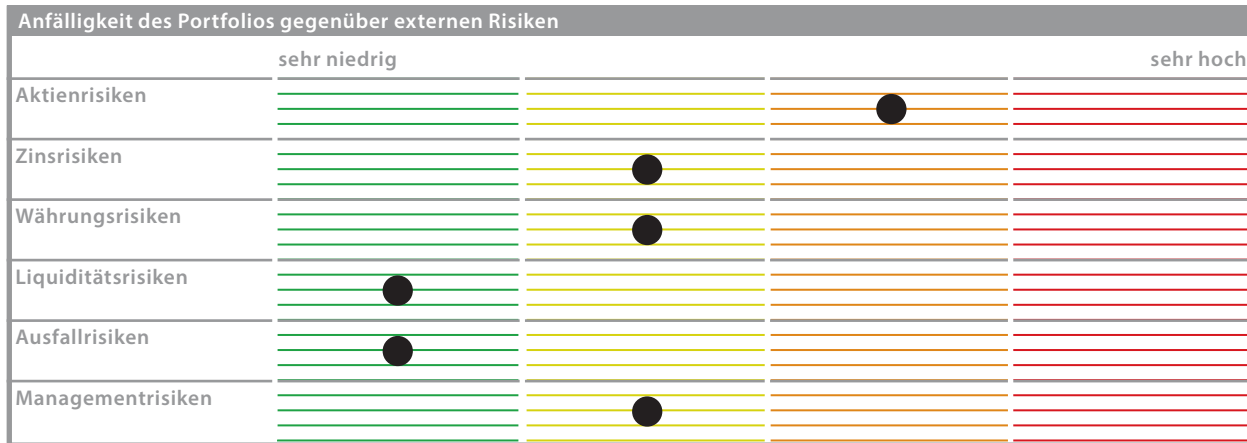
Für beide Grafiken gilt, dass historische Daten kein verlässlicher Indikator für künftige Wertentwicklungen sind, und dass sich aktuelle Marktprognosen jederzeit ändern können.

Referenzzeitraum für die historischen Daten ist der 03.02.2012 bis 02.02.2024 (Datenquelle: LSEG Data & Analytics). 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.

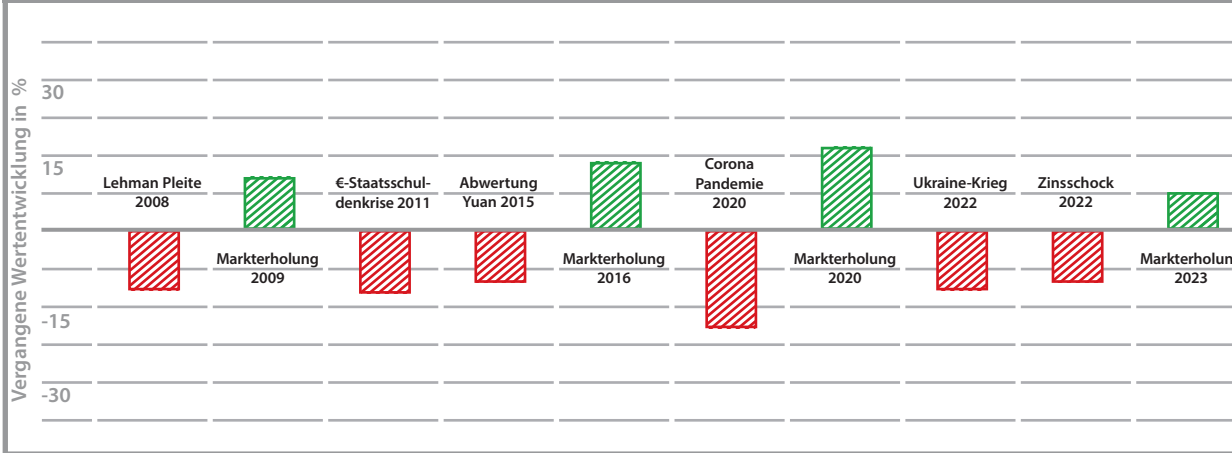
Weitere Erläuterungen zu dieser Darstellung sind im Glossar zu finden.



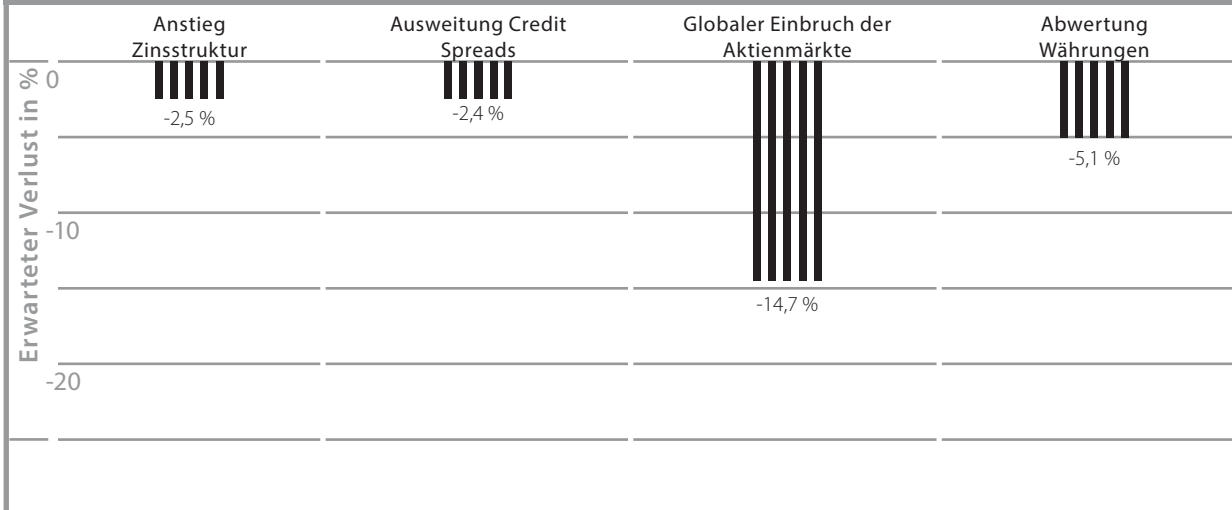
Bei der Prüfung im **Februar 2024** wurden folgende Kennwerte ermittelt:

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 Schuldern 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%, je nach aktuellem Preisniveau eines regionalen Marktes). 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.

Abwertung Währungen: Eine gleichzeitige Abwertung aller Hartwährungen zum Euro um 10% und aller Weichwährungen um 15%.

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 Dokument nicht berücksichtigt. Allerdings wird ein Zertifizierungsbericht 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 Dokument 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 Dokument 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 sog. „Basisinformationsblatt“ 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 sog. „Basisinformationsblatt“ 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 sog. „Basisinformationsblatt“ 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.

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)
Langfristiges Anlageziel	Vermögenserhalt	defensiver Vermögensaufbau	Vermögensaufbau	eher offensiver Vermögensaufbau	offensiver Vermögensaufbau
Mindestrendite-erwartung (im Verhältnis zu Anleihen und Aktien)	≈ langlaufende festverzinsliche Anleihen höchster Bonität	> langlaufende festverzinsliche Anleihen höchster Bonität	>> langlaufende festverzinsliche Anleihen höchster Bonität << Aktien (Europa, Welt, Schwellenländer)	< Aktien (Europa, Welt, Schwellenländer)	≈ Aktien (Europa, Welt, Schwellenländer)
Verlustrisiko (VaR) (Erläuterung siehe Lesebeispiel)	0	-5	-12	-18	-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 Portfolios 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.

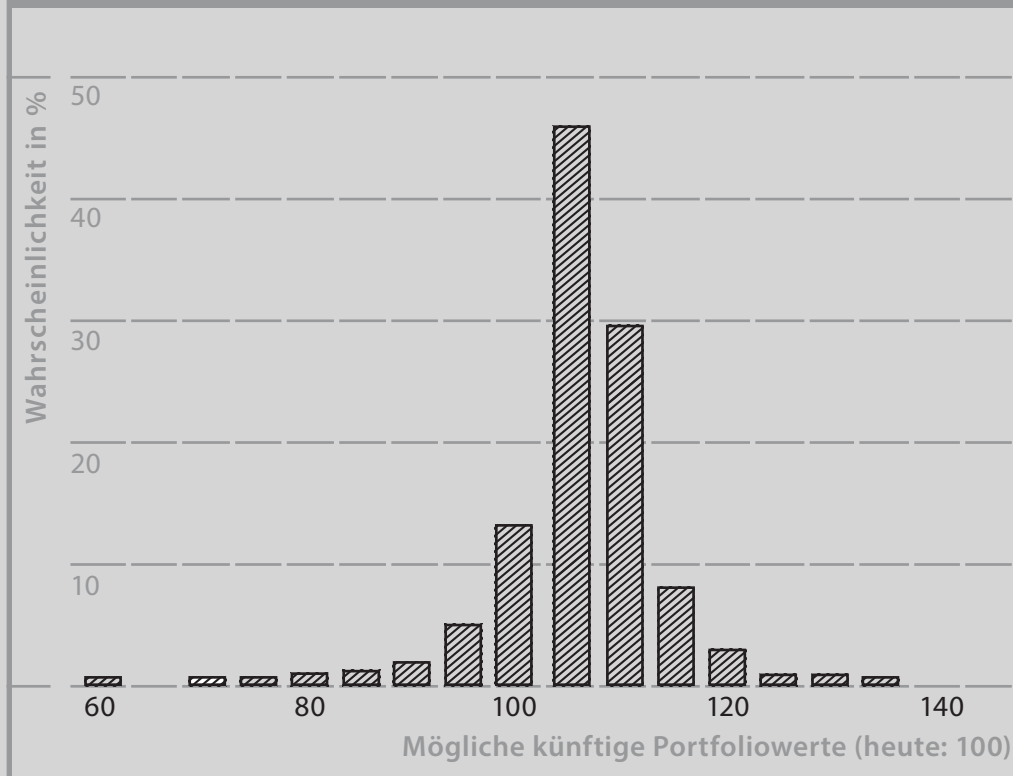
Als **Renditeerwartung** wird die annualisierte prognostizierte Rendite der aktuellen Zusammensetzung des Portfolios ausgewiesen. In die Berechnung dieser Renditeprognose gehen sowohl die historischen Renditen der heutigen Portfoliozusammensetzung (über 12 Jahre) ein, als auch die Renditen, die für die 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. 8%, sowie eine Renditeerwartung von ca. 5% (vor Kosten).

Es wäre somit etwas volatil als der Anleihenindex (Risiko ca. 7%), hätte gleichzeitig aber 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.

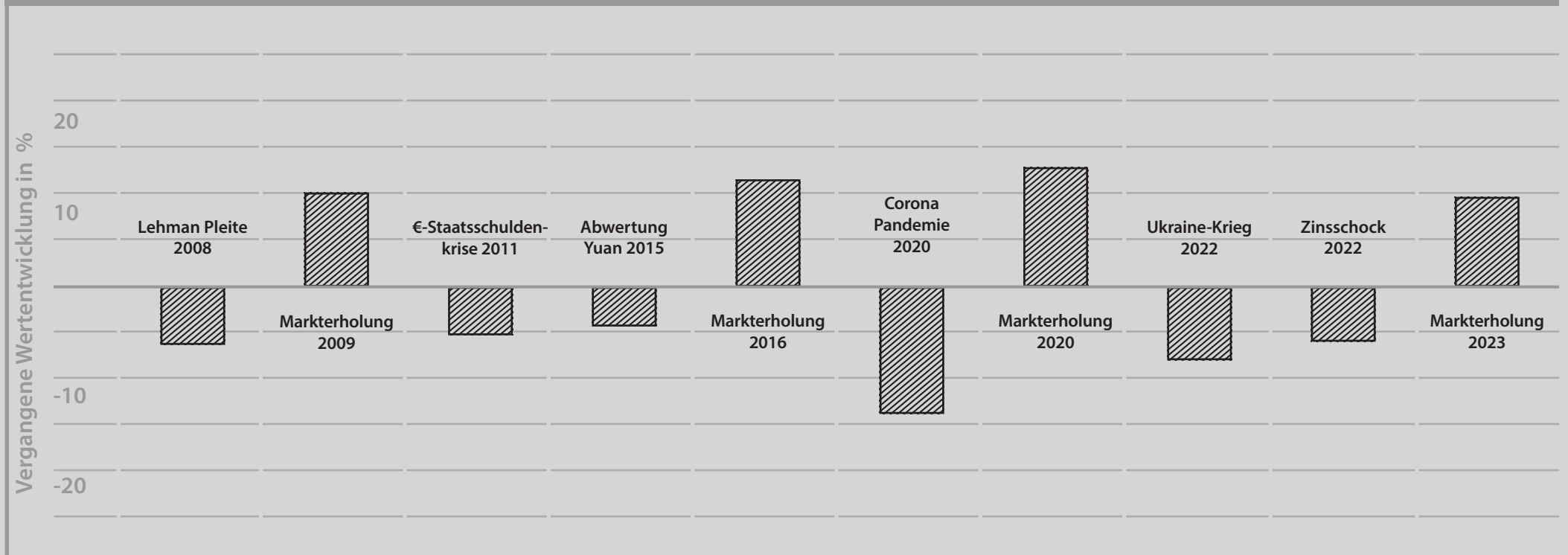
Bezüglich des **Ausfallrisikos** wird dargestellt, in welchem Ausmaß das Portfolio Positionen enthält, die aufgrund ihres rechtlichen Status bzw. aufgrund der Bonität von Schuldnern oder anderen Kontrahenten ein erhöhtes Ausfallrisiko aufweisen.

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:

Lehman Pleite: 15.09.2008 - 14.10.2008

Markterholung: 04.03.2009 - 01.06.2009

€-Staatschuldenkrise: 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

Ukraine-Krieg: 09.02.2022 - 29.09.2022

Zinsschock: 16.03.2022 - 11.10.2022

Markterholung: 30.12.2022 - 27.07.2023