

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.

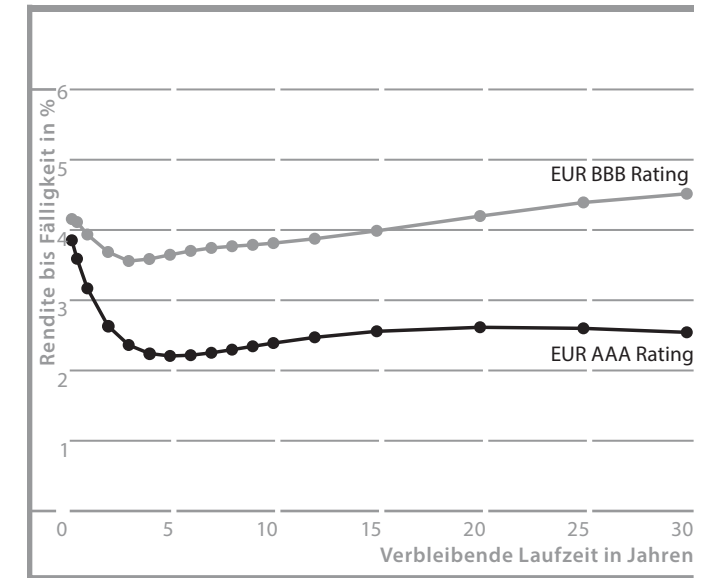
Die **gegenwärtige Rendite bei minimalem Risiko** kann der folgenden Grafik entnommen werden: Die **schwarze Linie zeigt** die gegenwärtigen Renditen, die man für den Verleih von Geld an die sichersten Schuldner (Euro-Staatsanleihen mit AAA Rating) bekommt. Am linken Ende sind die Renditen für die kürzesten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

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.

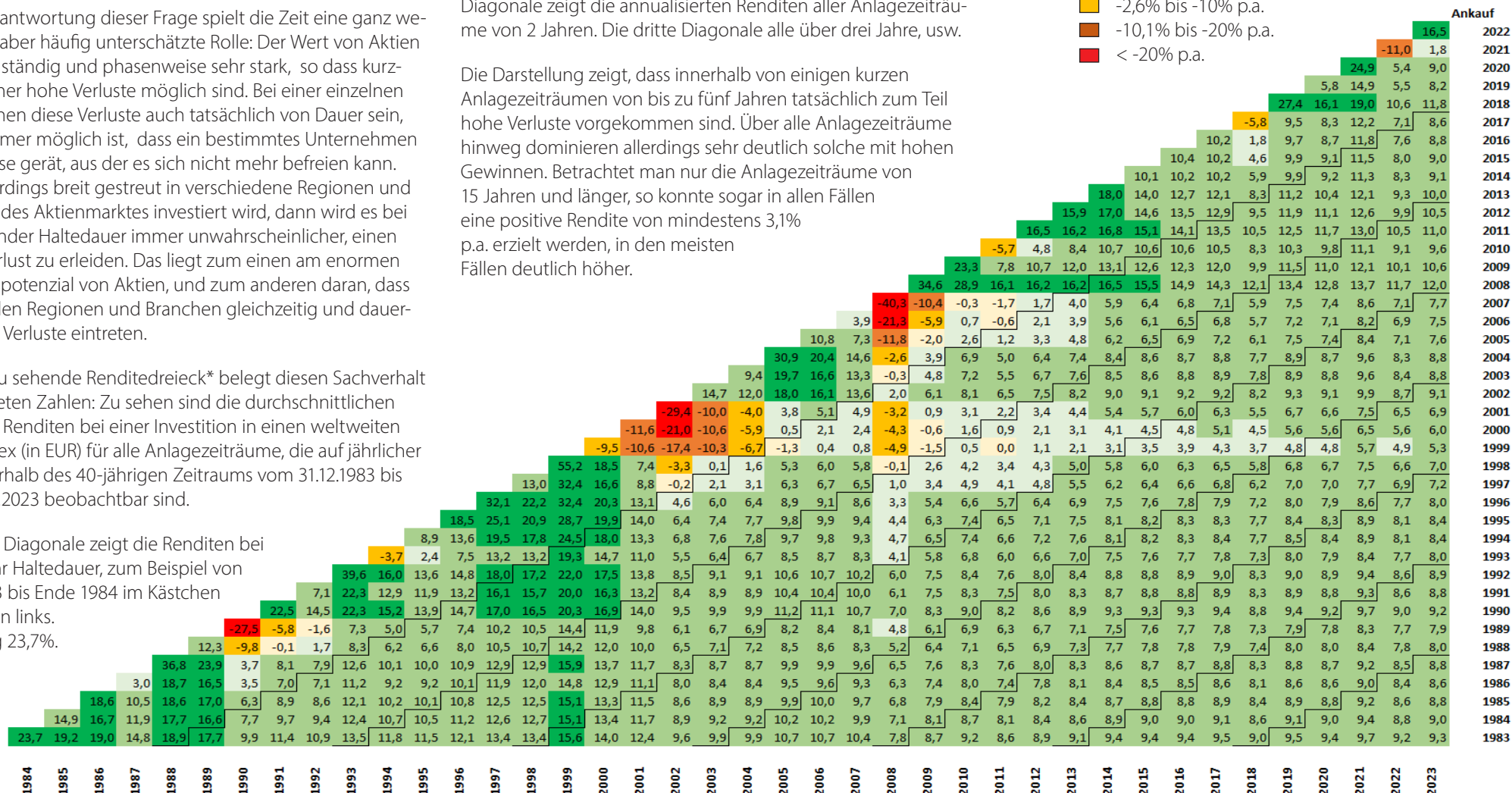
Das hier zu sehende Renditedreieck* belegt diesen Sachverhalt mit konkreten Zahlen: Zu sehen sind die durchschnittlichen jährlichen Renditen bei einer Investition in einen weltweiten Aktienindex (in EUR) für alle Anlagezeiträume, die auf jährlicher Basis innerhalb des 40-jährigen Zeitraums vom 31.12.1983 bis zum 31.12.2023 beobachtbar sind.

Die obere Diagonale zeigt die Renditen bei einem Jahr Haltedauer, zum Beispiel von Ende 1983 bis Ende 1984 im Kästchen ganz unten links. Sie betrug 23,7%.

Im nächsten Jahr (Kästchen schräg rechts darüber) waren es 14,9% usw. Die Rendite einer Investition in diesen Index über die 2 Jahre von Ende 1983 bis Ende 1985 sieht man in der zweiten Diagonale ganz unten links, sie betrug 19,2%. Die zweite Diagonale zeigt die annualisierten Renditen aller Anlagezeiträume von 2 Jahren. Die dritte Diagonale alle über drei Jahre, usw.

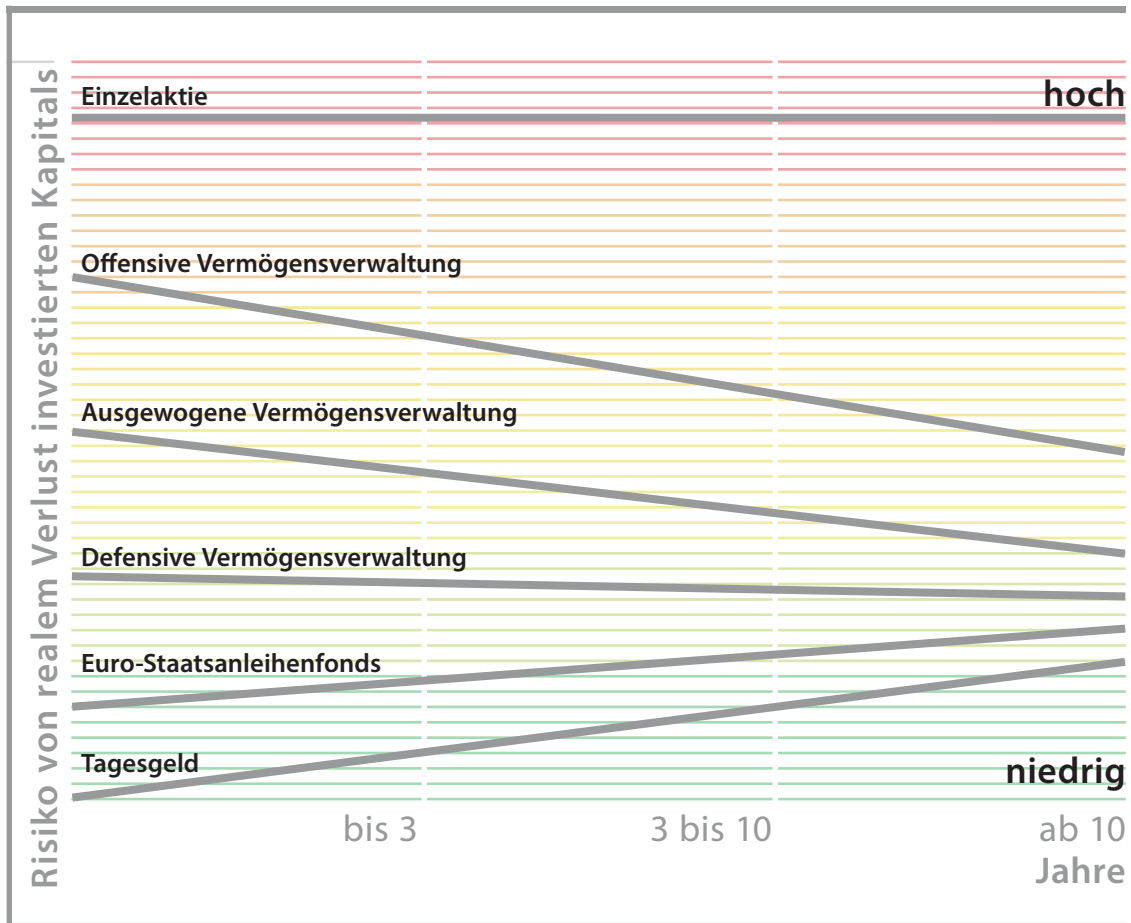
Die Darstellung zeigt, dass innerhalb von einigen kurzen Anlagezeiträumen von bis zu fünf Jahren tatsächlich zum Teil hohe Verluste vorgekommen sind. Über alle Anlagezeiträume hinweg dominieren allerdings sehr deutlich solche mit hohen Gewinnen. Betrachtet man nur die Anlagezeiträume von 15 Jahren und länger, so konnte sogar in allen Fällen eine positive Rendite von mindestens 3,1% p.a. erzielt werden, in den meisten Fällen deutlich höher.

- > 15% p.a.
- 5,0% bis 15% p.a.
- 0% bis 4,9% p.a.
- -0,1% bis -2,5% p.a.
- -2,6% bis -10% p.a.
- -10,1% bis -20% p.a.
- < -20% p.a.



* Die Rendite ist hier als Gesamtertrag unter Berücksichtigung von Kursveränderungen und eventuellen Ausschüttungen zu verstehen. Eventuell anfallende Kosten sind dagegen nicht berücksichtigt.

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.

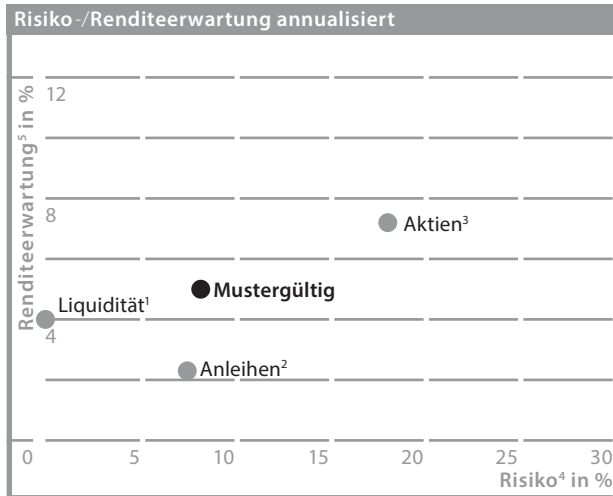
Das untersuchte Portfolio

Die Ergebnisse im Einzelnen

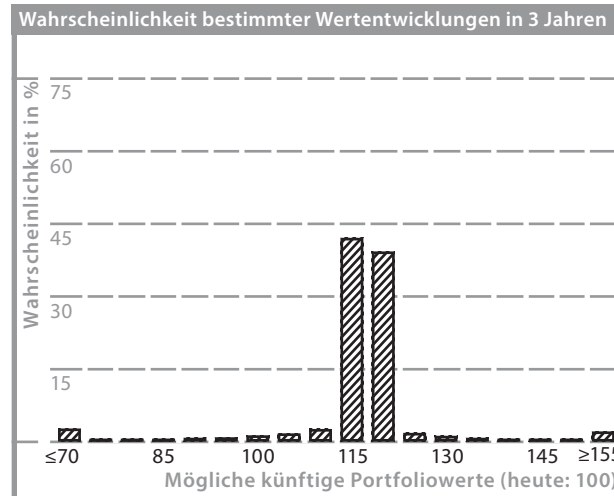


Bei der Prüfung im **Februar 2024** wurden folgende Kennwerte ermittelt:

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.

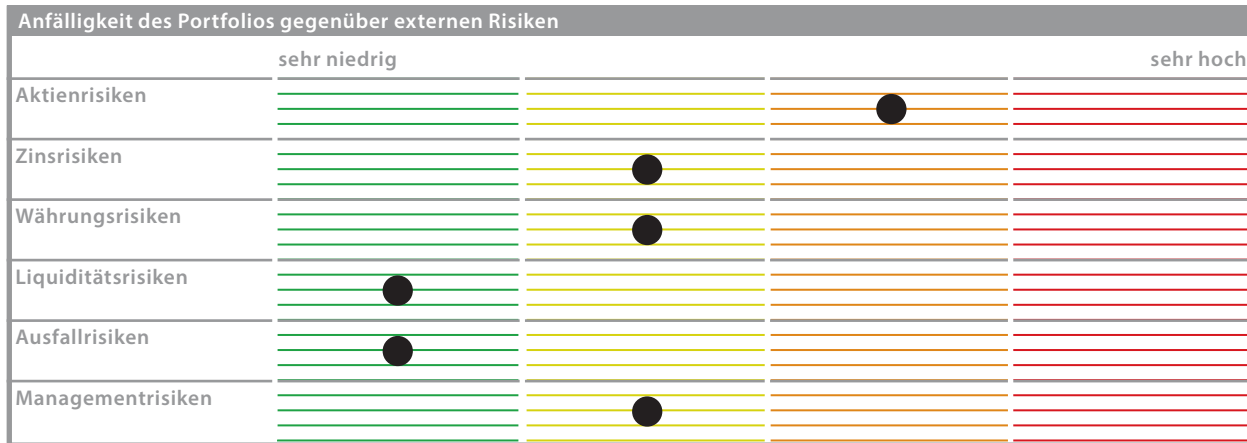
Für beide Grafiken gilt, dass historische Daten kein verlässlicher Indikator für künftige Wertentwicklungen sind, und dass sich aktuelle Marktprognosen jederzeit ändern können.

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.

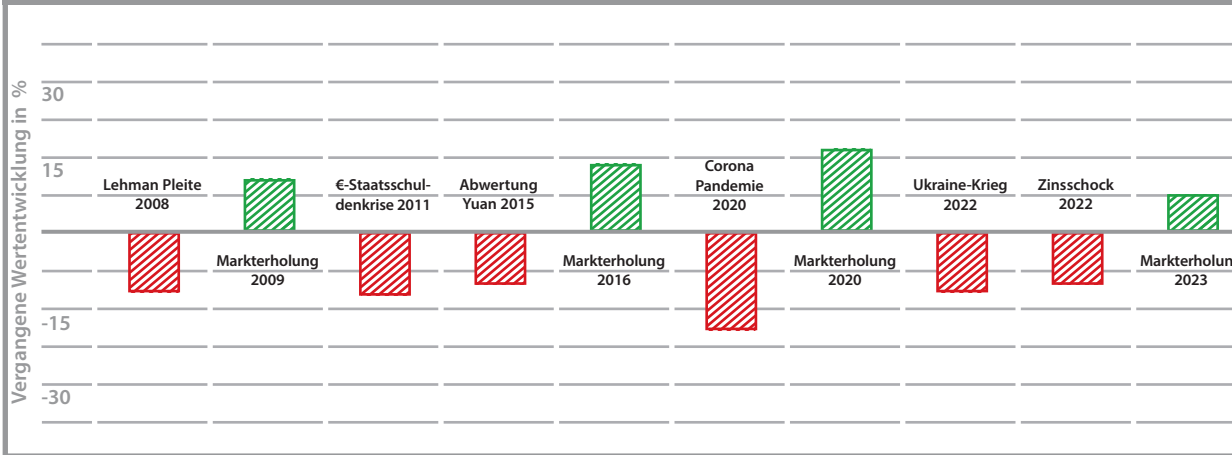
Weitere Erläuterungen zu dieser Darstellung sind im Glossar zu finden.



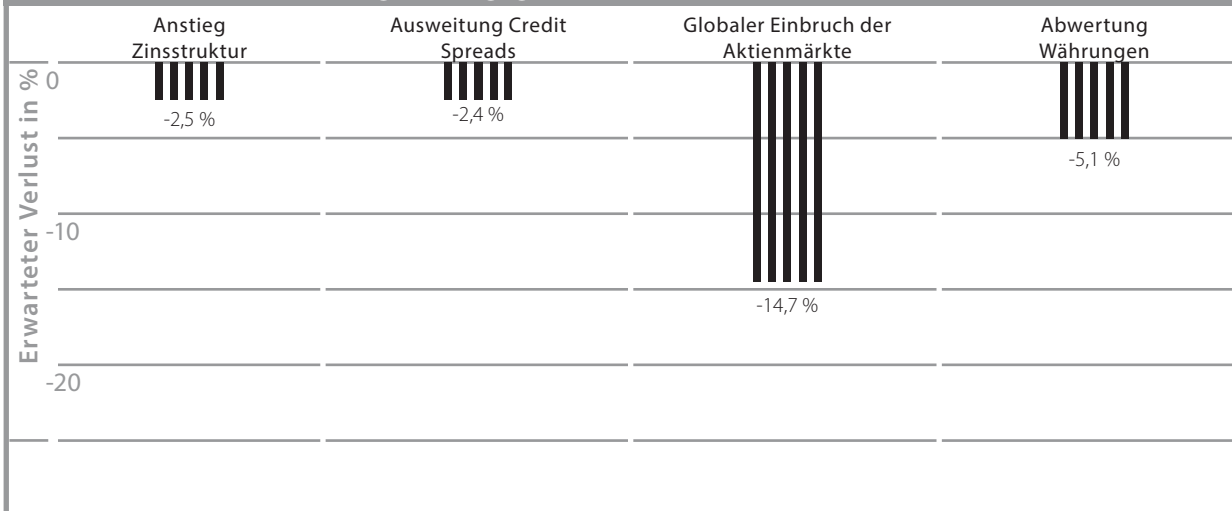
Bei der Prüfung im **Februar 2024** wurden folgende Kennwerte ermittelt:

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%.

Zertifizierung der Nachhaltigkeit

Vorbemerkungen

„Nachhaltigkeit“ bei der Kapitalanlage

Eine allgemein anerkannte Definition von „Nachhaltigkeit“ bei der Kapitalanlage gibt es bis heute nicht. Die Themen, die angesprochen werden, wenn von Nachhaltigkeit die Rede ist, lassen sich jedoch in aller Regel einer der drei folgenden Ebenen zuordnen:

- 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 **Ebene der Unternehmensführung** (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 Verwendung aller drei Buchstaben macht deutlich, dass ein ESG-Rating alle drei Ebenen von Nachhaltigkeit umfasst und somit einen ganzheitlichen Anspruch besitzt.

Unterschiedliche 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 nachteiliger 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 Zustände durch **Anreiz zu Verbesserungen**.

Zwischen diesen beiden Extremvarianten lassen sich noch einige weitere Herangehensweisen 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.

Sicht der Vereinten Nationen und der Europäischen Kommission

Im Jahr 2015 haben die Vereinten Nationen eine globale Agenda für nachhaltige Entwicklung beschlossen, deren Kernstück 17 „Ziele für nachhaltige Entwicklung“ sind (englisch **Sustainable Development Goals**, kurz SDGs), zum Beispiel „Keine Armut“, „Sauberes Wasser und saubere Energie“, „Menschenwürdige Arbeit“ und „Gleichstellung der Geschlechter“. Die Verfolgung dieser Ziele soll auf der Erde eine langfristig gedeihliche ökologische, soziale und ökonomische Entwicklung ermöglichen. Als einen europäischen Beitrag zur Unterstützung und Umsetzung dieser Ziele hat die EU-Kommission 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. Dieser Aktionsplan wird seither sukzessive in gesetzliche Vorgaben überführt, etwa in Form der sog. Offenlegungsverordnung, der Taxonomieverordnung und vieler weiterer Vorgaben. Zur Messung der Nachhaltigkeit hat die EU 18 zentrale Indikatoren (englisch **Principal Adverse Impacts**, kurz PAIs) definiert. Hinzu kommen 46 weitere Indikatoren. Unser Konsensrating basiert auf mehreren hundert solcher Indikatoren aus Themenbereichen wie Treibhausgase, Wasserverschmutzung und Arbeitsbedingungen. Für jede Portfolioposition werden diese branchenabhängig gewichtet.

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

Es gab bereits 2014 mehr als 2.000 Studien zu diesem Thema, inzwischen gibt es noch deutlich mehr. Ca. 50% der Studien kamen 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 langfristig 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 Aktien 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.

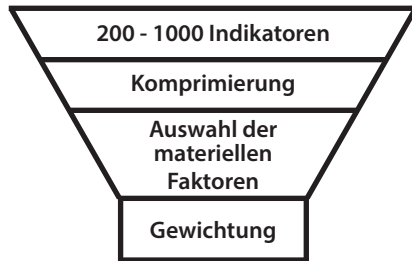
Angesichts dieses Problems sind in der Praxis sog. **Best-In-Class**-Verfahren recht weit verbreitet. Diese Verfahren bemessen die Investitionswürdigkeit eines Unternehmens nicht an einem absoluten Nachhaltigkeitsmaßstab, sondern relativ zu Unternehmen, die hinsichtlich ihrer äußeren Rahmenbedingungen und prinzipiellen Wirtschaftsaktivitäten vergleichbar sind. Bei Best-In-Class-Ansätzen können gut diversifizierte Portfolios konstruiert werden, die auch aus einer rein

finanzwissenschaftlichen Perspektive keine problematischen Ungleichgewichte aufweisen.

Gutes Risikomanagement durch hohe Diversifikation erlauben auch **Positive Impact** Ansätze, wie sie auch die EU verfolgt. Neben den guten Rendite-Risiko-Eigenschaften tragen sie auch effektiv zu mehr Nachhaltigkeit in Unternehmen bei. Sie setzen dazu an den Motivationen an, die Konzernvorstände und viele ihrer Aktionäre in ihrem Verhalten steuern: Angst und Gier. Fällt der Aktienkurs eines Unternehmens, fällt auch der Bonus der Vorstände und ihre Jobs sind weniger sicher. Steigen die Aktienkurse, steigen auch die Boni und die Jobs sind sicherer. Aktienkurse reagieren auf Angebot und Nachfrage. Wenn genug Investoren Aktien von nicht nachhaltigen Unternehmen vermeiden oder gar verkaufen, fallen deren Aktienkurse. Investieren diese Anleger gezielt in nachhaltige Unternehmen, steigen deren Aktienkurse und ihre Vorstände und Aktionäre profitieren. Dies motiviert Vorstände, ihre Unternehmen nachhaltiger zu machen. Der Mechanismus über die Aktienmärkte setzt **Anreize** für z.B. Ölfunktionen, umweltfreundlicher zu arbeiten. Mehr Umweltschutz erhöht die Nachfrage nach ihren Aktien, so dass deren Kurse trotz der zusätzlichen Kosten steigen.

Erhebung und Gewichtung von Daten als zentrale Herausforderung

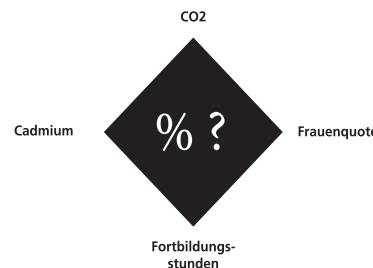
Bei der konkreten Bestimmung eines ESG-Ratings steht jede nachhaltige Investitionsmethode vor zwei großen Herausforderungen:



Die **Datenmenge**, die analysiert werden muss, um die Voraussetzungen für eine faire, ganzheitliche 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-Daten 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** der erhobenen Daten ist die nächste große Herausforderung. Die Anbieter von ESG-Ratings erfassen 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 CO₂-Emission im Vergleich zum anfallenden Abwasser? Oder wie viele Tonnen CO₂ 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 CO₂ 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 leiten investorenzentrierte Ansätze die Gewichte daraus ab, wie stark bestimmte Nachhaltigkeitsthemen die Rendite und das Risiko für einen Investor in der Vergangenheit beeinflusst haben. Wieder andere Anbieter orientieren sich primär am Kriterium der Quantifizierbarkeit und gewichten nur Kriterien hoch, die objektiv gut messbar sind. In ähnlich pragmatischer Weise fokussieren sich einige Anbieter auf Kriterien, bei denen die Datenverfügbarkeit besonders gut ist.

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 mit sehr unterschiedlichen Herangehensweisen. Indem wir deren Ratings für jedes einzelne Wertpapier eines Portfolios gegenüberstellen, ermitteln wir ihren gemeinsamen Nenner und gründen darauf unsere ESG-Bewertung. In diesem Sinne betrachten wir auch jede einzelne Wertpapierposition von Fonds in einem Portfolio.



ISS ESG ist der auf Nachhaltigkeits-Research spezialisierte Bereich der 1985 gegründeten Unternehmensgruppe Institutional Shareholder Services („ISS“), die im Laufe der Zeit verschiedene renommierte Nachhaltigkeitspezialisten übernommen hat, u.a. die skandinavische „Ethix SRI Advisors“ und die deutsche „oekom research“. ISS besitzt mehr als 30 Jahre Erfahrung auf dem Gebiet des Nachhaltigkeitsresearch und ist mit etwa 3.000 Mitarbeitern an 25 Standorten weltweit einer der bedeutendsten Anbieter von ESG-Daten für institutionelle Anleger und Unternehmen. Im Februar 2021 hat die Deutsche Börse 81 % von ISS übernommen, um sich als weltweit führender Marktinfrastrukturanbieter für nachhaltiges Investieren zu positionieren. Inhaltlich vertritt ISS ESG primär einen moralisch-ethischen Ansatz. Die Gewichtung der verschiedenen Aspekte der Nachhaltigkeit unterscheidet sich von Branche zu Branche. So sind z.B. bei einem Chemieunternehmen CO₂ und Abwasserwerte besonders wichtig, bei einem Internetunternehmen Datenschutz.



LSEG Data & Analytics ist einer der weltweit größten Anbieter von Finanzmarktdaten und –infrastruktur und seit 2021 ein Unternehmen der Börse London (London Stock Exchange Group). Hervorgegangen ist LSEG Data & Analytics aus der Übernahme des Geschäftsbereichs „Financial & Risk“ des Daten- und Nachrichtenkonzerns „Thomson Reuters“. LSEG bietet alle Arten von Finanzinformationen und Analyseinstrumenten an, die professionelle Finanzmarktakteure für ihre Anlageentscheidungen benötigen, und in diesem Zuge auch eigene ESG-Daten. LSEG besitzt bis zum Jahr 2002 zurückreichende ESG-Datenbanken und beschäftigt in diesem Bereich heute weltweit über 3.500 Mitarbeiter. Bei der Datenaggregation vertritt LSEG einen Ansatz, bei dem die Quantifizierbarkeit von Kriterien und deren Verfügbarkeit im Vordergrund stehen. Dadurch erhalten nur materielle, objektiv gut messbare Kriterien ein hohes Gewicht. Je unvollständiger ein Unternehmen über sie berichtet, desto negativer wirkt sich das auf seine Bewertung aus. Ebenso führen kontroverse Vorkommnisse zu einer Abwertung.



CSRHub ist ein US-amerikanischer ESG Spezialist besonderer Art, der seit über 12 Jahren die ESG Beurteilungen vieler verschiedener Quellen aggregiert. CSRHub versteht seine ESG-Ratings als „Konsens-Ratings“. CSRHub zeichnet sich insbesondere durch die Breite der Datensammlung aus. Die Datenbank von CSRHub umfasst über 300 Millionen Datenpunkte aus über 700 ESG-Datenquellen, darunter Indizes, Regierungsdatenbanken, Nichtregierungsorganisationen (NGOs), Netzwerkgruppen und Medien. Dadurch erfasst CSRHub auch Indikatoren, die in die ESG-Ratings anderer Anbieter nicht eingehen. Diese enorme Datenmenge wird durch hochmoderne „Big Data“-Verfahren zu aussagestarken ESG-Ratings aggregiert.



Das untersuchte Portfolio

Die Bewertung der Nachhaltigkeit im Einzelnen

ESG-Gesamtbewertung

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

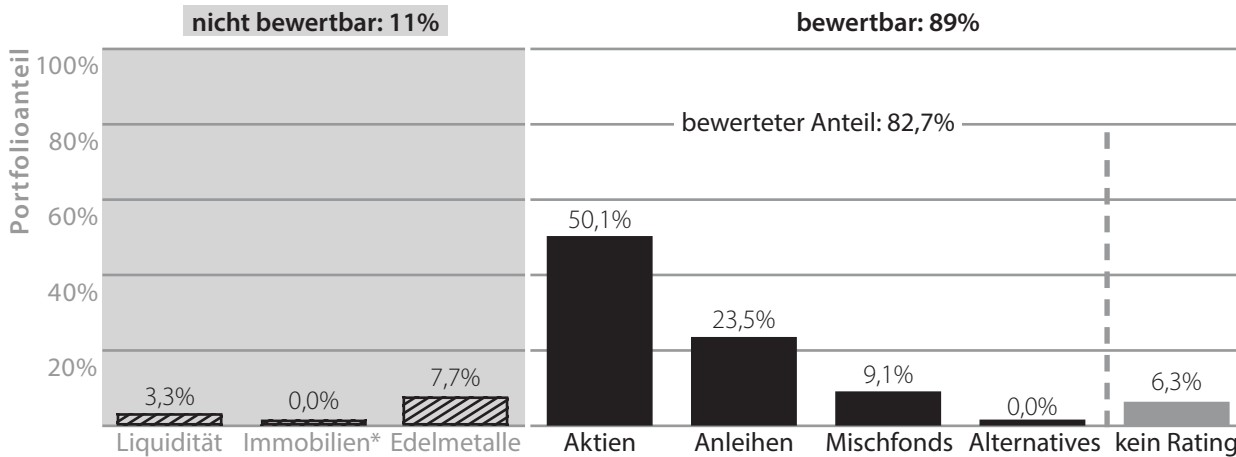
Wir bewerten die Nachhaltigkeitsaspekte des Portfolios auf einer fünfstufigen Skala mit **5 von 5 möglichen Bäumen**. Das bedeutet, dass die ökologischen und sozialen Nachhaltigkeitsaspekte der Unternehmen und Organisationen, in die in diesem Portfolio investiert wird, im Konsens der zuvor genannten unabhängigen ESG-Ratingagenturen **sehr viel positiver** bewertet werden als ein im reinen ökonomischen Sinne vergleichbares Marktportfolio. Die genaue Definition der Baumekategorien finden Sie im Glossar auf der letzten Seite.

Diese Gesamtbewertung orientiert sich somit an den zum heutigen Zeitpunkt in der Realität tatsächlich investierbaren Wertpapieren, nicht an einem wünschenswerten aber nur theoretisch vorstellbaren Nachhaltigkeitsideal, da es in der realen Welt kein Unternehmen und keine Institution gibt, das bzw. die über jede Kritik aus verschiedenen Perspektiven der Nachhaltigkeit erhaben sein kann.



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

Aufteilung nach ESG-Bewertbarkeit



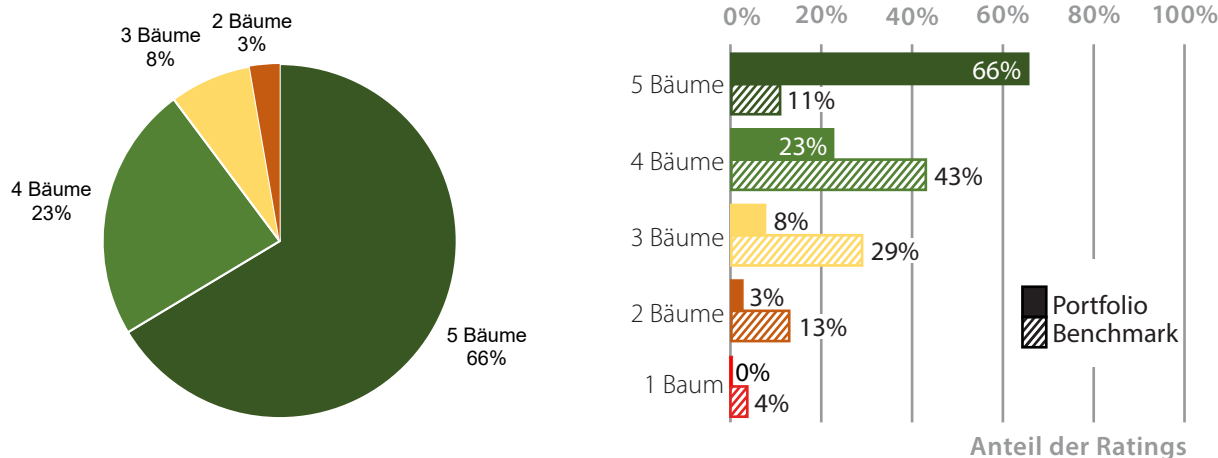
* offene Immobilienfonds

Erläuterungen

Diese Grafik zeigt, für welchen Anteil des Portfolios eine ESG-Bewertung durchgeführt werden konnte. Dieser Anteil kann durch zwei Sachverhalte reduziert sein: Zum einen sind bestimmte Anlageklassen, die in einem Portfolio enthalten sein können, aus einer ESG-Sicht grundsätzlich nicht sinnvoll bewertbar. Zum anderen können in einem Portfolio Wertpapiere enthalten sein, die zwar grundsätzlich bewertbar wären, für die allerdings keine ESG-Ratings verfügbar sind.

Im Aktienanteil handelt es sich bei den Untersuchungsobjekten, die bewertet werden, letztlich immer um börsennotierte Unternehmen. Im Anleihebereich kann jeder Emittent einer Anleihe das Untersuchungsobjekt sein, und somit neben Unternehmen z.B. auch Staaten oder nicht-börsennotierte Organisationen. Wenn sich diese Aktien oder Anleihen in einem Fonds befinden, so ergibt sich dessen Gesamtbewertung als gewichtetes Mittel aller Einzelbewertungen der von ihm gehaltenen Wertpapiere.

Verteilung der Ratings im Vergleich zur Benchmark*



Erläuterungen

Das **linke Kreisdiagramm** zeigt, zu welchen Anteilen der bewertete Teil des analysierten Portfolios aus Wertpapieren mit unterschiedlich guten ESG-Ratings besteht. Das **rechte Balkendiagramm** zeigt, wie sich diese Verteilung im Vergleich zu einer 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.

Rundungsbedingt kann die Summe aller drei Grafiken auf dieser Seite von 100% abweichen.

* 61% MSCI All Country World Index ETF, 39% Global Corporate Bond ETF (entsprechend des Verhältnisses von Aktien und Anleihen im unter ESG-Aspekten bewertbaren Teil des Portfolios)

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

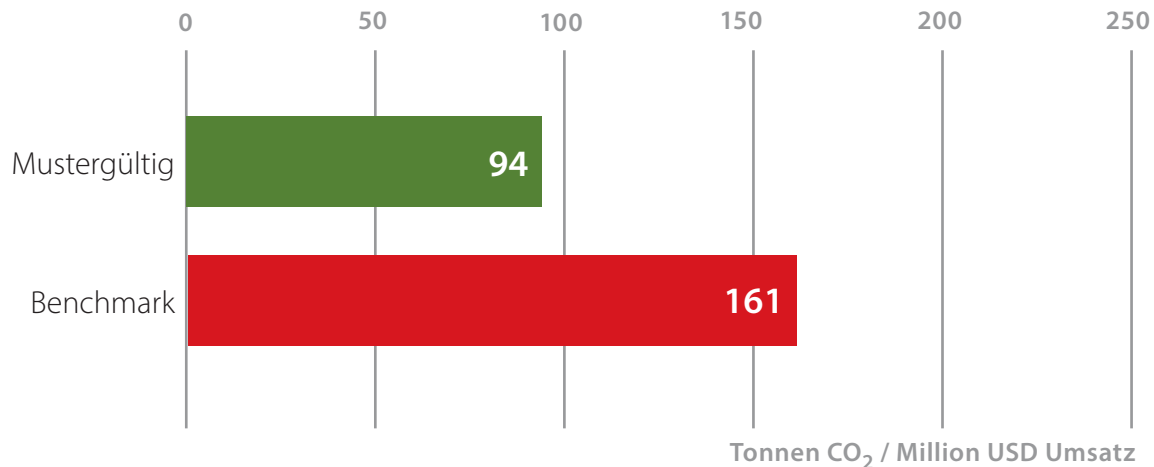
Höchstgewichte Positionen mit bestem Rating

Wertpapier	ISIN	Rating	Aktuelles Gewicht
iShares IV - MSCI USA SRI	IE00BYVJRR92	5 Bäume	8,00%
iShares MSCI Europe SRI	IE00B52VJ196	5 Bäume	5,50%
OptoFlex FCP I	LU0834815101	5 Bäume	3,20%

Höchstgewichte Positionen mit niedrigstem Rating

Wertpapier	ISIN	Rating	Aktuelles Gewicht
iShares MSCI USA Small Cap UCITS ETF	IE00B3VWM098	2 Bäume	2,50%

CO₂-Intensität im Vergleich zur Benchmark*



* 61% MSCI All Country World Index ETF, 39% Global Corporate Bond ETF
(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.

Wertpapiere mit einem niedrigen Rating können bei anderen ESG Ratern durchaus auch positiver bewertet sein.

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 CO₂-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 CO₂ 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 CO₂-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 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.

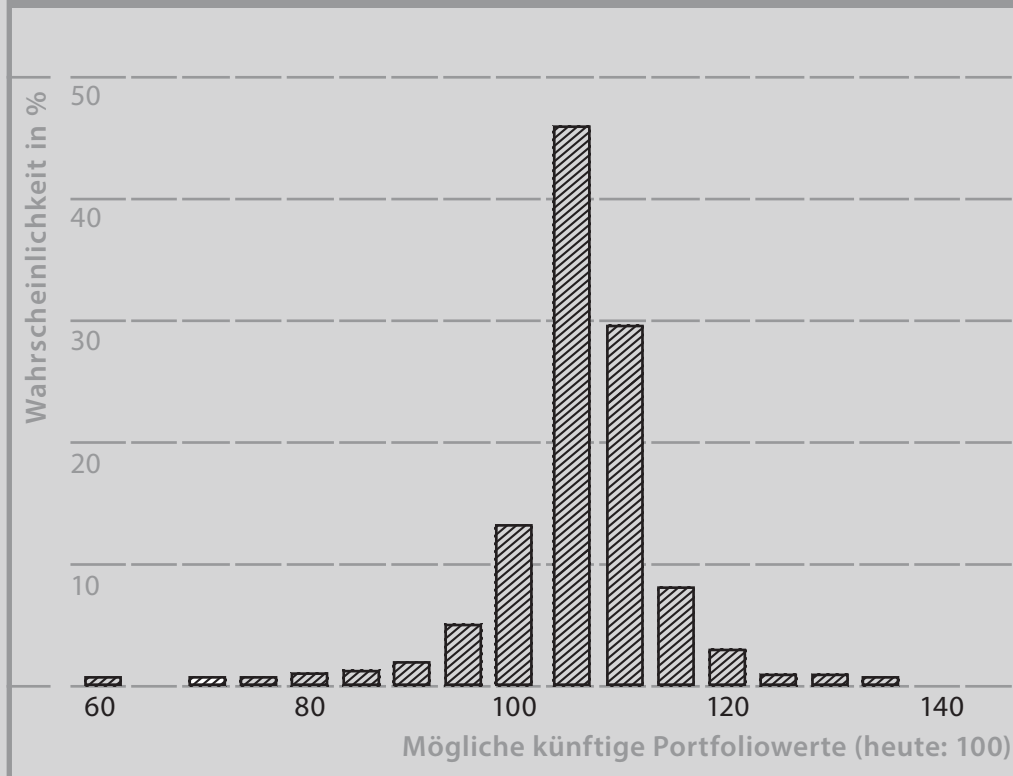
Als **Renditeerwartung** wird die annualisierte prognostizierte Rendite der aktuellen Zusammensetzung des Portfolios ausgewiesen. In die Berechnung dieser Renditeprognose gehen sowohl die historischen Renditen der heutigen Portfoliozusammensetzung (über 12 Jahre) ein, als auch die Renditen, die für die 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.

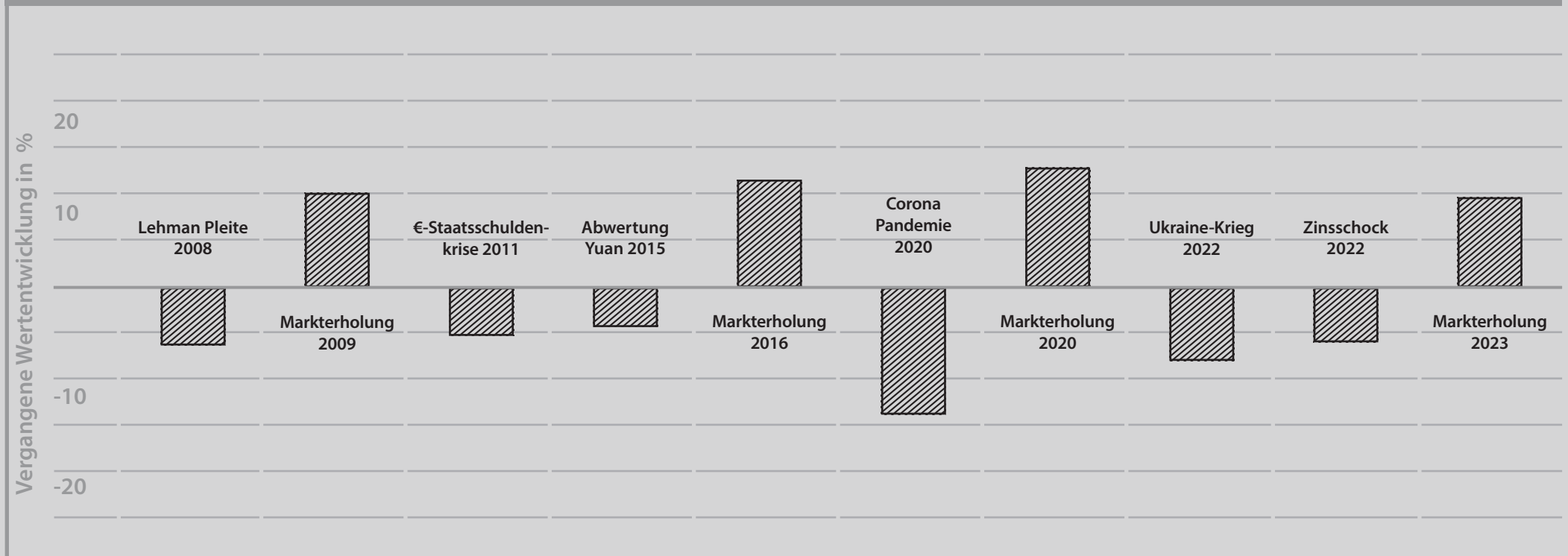
Bezüglich des **Ausfallrisikos** wird dargestellt, in welchem Ausmaß das Portfolio Positionen enthält, die aufgrund ihres rechtlichen Status bzw. aufgrund der Bonität von Schuldnern oder anderen Kontrahenten ein erhöhtes Ausfallrisiko aufweisen.

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

Definition der Bäumekategorien

Die fünf Bäumekategorien sind folgendermaßen definiert:



5 Bäume: Überdurchschnittlich hoher Anteil an Wertpapieren mit **sehr positiver** Nachhaltigkeitsbewertung, es werden Nachhaltigkeitsziele stark gefördert.



4 Bäume: Überdurchschnittlich hoher Anteil an Wertpapieren mit **positiver** Nachhaltigkeitsbewertung, es werden Nachhaltigkeitsziele gefördert.



3 Bäume: Rein ökonomisch strukturiertes Portfolio **ohne besonderen Nachhaltigkeitsanspruch**, in etwa gleiche hohe Anteile von Wertpapieren mit positiver, durchschnittlicher und negativer Nachhaltigkeitsbewertung.



2 Bäume: Überdurchschnittlich hoher Anteil an Wertpapieren mit **negativer** Nachhaltigkeitsbewertung, für die Förderung von Nachhaltigkeitszielen eher hinderlich.



1 Baum: Überdurchschnittlich hoher Anteil an Wertpapieren mit **sehr negativer** Nachhaltigkeitsbewertung, für die Förderung von Nachhaltigkeitszielen hinderlich.