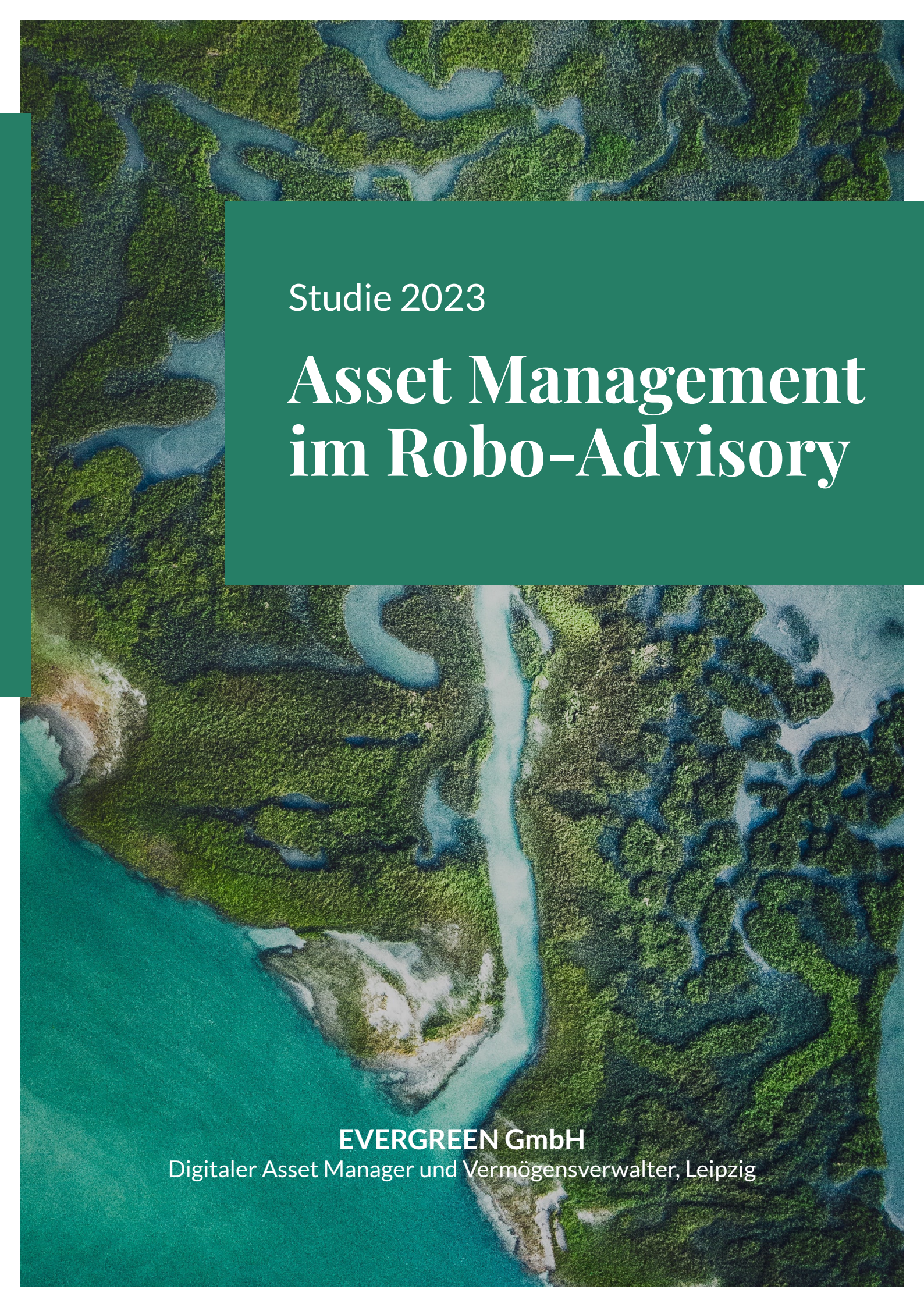


An aerial photograph of a lush green landscape with a winding river and a small island. The river is a vibrant blue-green color, and the surrounding land is covered in dense green vegetation. A small, sandy island is visible in the lower left corner, partially submerged in the water. The overall scene is serene and natural.

Studie 2023

Asset Management im Robo-Advisory

EVERGREEN GmbH

Digitaler Asset Manager und Vermögensverwalter, Leipzig

Autor:innen



Lina Reifegerste
Autorin der Studie
Asset Management
im Robo-Advisory



Björn Böhnke
Autor der Studie
Asset Management
im Robo-Advisory



Leon Sommerfeld
Portfoliomanager
Evergreen GmbH

Experten



Iven Kurz
CEO und Gründer
Evergreen GmbH



Benjamin Kaden
Leiter Asset Management
Evergreen GmbH

Inhaltsverzeichnis

Inhaltsverzeichnis.....	III
Abbildungsverzeichnis.....	IV
Tabellenverzeichnis.....	V
1 Einführung.....	6
2 Marktrückblick.....	7
3 Asset Management.....	8
a Asset-Management-Methoden.....	8
Unterscheiden sich Robo-Advisor hinsichtlich ihrer Asset-Management-Methoden?..	8
Diversifikation – ist mehr immer besser?.....	17
Unterscheiden sich Robo-Advisor hinsichtlich ihrer genutzten Investmentvehicle?.....	19
Unterscheiden sich Robo-Advisor hinsichtlich ihrer genutzten Assetklassen?.....	21
b Einblick in die Portfolios.....	25
Welche Risiken verbergen sich in den Aktienportfolios der Robo-Advisor?.....	26
Lieferten Robo-Advisor Portfolios Mehrwehrt zu einem MSCI World?.....	30
Sind die Anleihenportfolios der Robo-Advisor gewappnet für die Zinswende?.....	31
c Asset-Management-Methoden der Robo-Advisor im Detail.....	37
4 Nachhaltigkeit.....	43
a Nachhaltigkeit der Robo-Advisor.....	43
Was bedeutet Nachhaltigkeit für Robo-Advisor?.....	43
Wie viel Einfluss haben Robo-Advisor auf ihre Nachhaltigkeit?.....	49
b Nachhaltigkeit der Portfolios.....	53
Wie nachhaltig sind die Portfolios der Robo-Advisor wirklich?.....	53
5 Geschäftsmodelle.....	57
a Wertschöpfungskette des Investierens.....	57
Bieten Robo-Advisor eine Disruption der Wertschöpfungskette?.....	60
Unterscheiden sich Robo-Advisor hinsichtlich ihrer Wertschöpfungskette?.....	61
Welchen Mehrwert bieten Robo-Advisor im Vergleich zu Dachfonds?.....	62
b Im Fokus: Vanguard.....	66
Warum ETF und nicht Indexfonds?.....	66
Warum bleibt die Preisrevolution aus?.....	67
c Unabhängigkeit der Deutschen Robo-Advisor.....	68
Wer steckt hinter den Robo-Advisor auf dem deutschen Markt?.....	68
6 Rendite-Risiko-Vergleich.....	70
Welcher Robo-Advisor ist der Rendite-Risiko-Sieger?.....	70
Welche Rolle spielen Währungen in der Performance der Robo-Advisor?.....	76
7 Marktausblick.....	77
Anhang.....	78

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1:	Faktorallokation.....	9
Abbildung 2:	Asset Allokation.....	11
Abbildung 3:	Allokationsmatrix.....	13
Abbildung 4:	Verteilung Anzahl der Investments allgemein.....	18
Abbildung 5:	Verteilung Anzahl der Investments strategiebezogen.....	18
Abbildung 6:	Verteilung der genutzten Investmentvehicle.....	19
Abbildung 7:	Nutzung von Assetklassen.....	22
Abbildung 8:	Asset Allokation der Musterportfolios.....	25
Abbildung 9:	Musterportfolio Sektorallokation Aktien.....	26
Abbildung 10:	Musterportfolio Länderallokation Aktien.....	27
Abbildung 11:	Musterportfolio Währungsallokation Aktien.....	28
Abbildung 12:	Musterportfolio Sektorallokation Anleihen.....	32
Abbildung 13:	Musterportfolio Kreditrating Anleihen.....	33
Abbildung 14:	Musterportfolio Duration Anleihen.....	34
Abbildung 15:	Musterportfolio Effektivzins Anleihen.....	35
Abbildung 16:	Auszahlungsprofile der drei Optionsstrategien.....	41
Abbildung 17:	Nachhaltigkeit in der Außenkommunikation.....	43
Abbildung 18:	Nachhaltiges Angebot der Robo-Advisor.....	44
Abbildung 19:	Kosten einer nachhaltigen Geldanlage.....	47
Abbildung 20:	Musterportfolio SFDR Klassifizierung Aktien.....	53
Abbildung 21:	Musterportfolio SFDR Klassifizierung Anleihen.....	53
Abbildung 22:	Musterportfolio MSCI Rating.....	54
Abbildung 23:	Musterportfolio MSCI Fossile Fuels Share.....	55
Abbildung 24:	Musterportfolio MSCI Carbon Intensity.....	56
Abbildung 25:	Übersicht Kosten bei der Geldanlage.....	58
Abbildung 26:	Verteilung der operativen Hüllen.....	62
Abbildung 27:	Rendite-Risiko-Profil.....	73
Abbildung 28:	Efficient Frontier Robo-Advisory.....	74

Tabellenverzeichnis

Tabelle 1:	ESG Ausschlusskriterien gängiger ETF.....	49
Tabelle 2:	Übersicht schematische Kosten bei der Geldanlage.....	57
Tabelle 3:	Schematische Kosten des Fondsmanagements.....	64
Tabelle 4:	Unabhängigkeit der Deutschen Robo-Advisor.....	68
Tabelle 5:	Auswahl der Robo-Advisor.....	78
Tabelle 6:	Asset-Management-Methoden der Robo Advisor.....	79
Tabelle 7:	Nachhaltigkeit der Robo-Advisor.....	80

1 Einführung

Die Studie „Asset Management im Robo-Advisory“ geht in die zweite Runde. Auch in diesem Jahr geht es darum, Leserinnen und Lesern einen unabhängigen und vollständigen Einblick in das Geschäft der Robo-Advisor zu geben. Besonderer Wert wird hierbei auf die Themen „Asset-Management-Methoden“, „Nachhaltigkeit“ und „Geschäftsmodelle“ gelegt. Die Studie zeigt auf, wodurch sich Robo-Advisor unterscheiden und was diese Unterschiede für Auswirkungen auf Anlegerinnen und Anleger haben.

Im Rahmen dieser Studie werden 26 Robo-Advisor genauer unter die Lupe genommen. Die in der Studie genutzten Daten und Informationen werden hauptsächlich den Web-Auftritten der jeweiligen Robo-Advisor entnommen. Wenn nötig, wird auf Sekundärquellen zurückgegriffen. Für die Auswertung der Performance wird auf Daten des Vergleichsportals geldanlage-digital.de zurückgegriffen.

Für mehr Informationen zum Auswahlprozess siehe Tabelle 5: Auswahl der Robo-Advisor.

Im Rahmen der Studie „Asset Management im Robo-Advisory 2023“ wurde an alle betrachteten Robo-Advisor eine Umfrage gesendet. Aufgrund der geringen Teilnahmequote können die Ergebnisse dieser Umfrage jedoch nicht ausgewertet werden. Stattdessen greift die Studie hauptsächlich auf öffentlich verfügbare Informationen zurück. Ein Dank gilt an dieser Stelle den Anbietern Cominvest, Estably und Vividam für Ihre Teilnahme an der Umfrage und ihrer Transparenz hinsichtlich ihrer angewandten Asset-Management-Methoden und Nachhaltigkeitsansätze. Die Ergebnisse der beantworteten Umfrage fließen in qualitativer Form in die Studie mit ein.

Iven Kurz — CEO und Gründer von EVERGREEN

„Wir freuen uns über die neue Version der jährlichen „Asset Management im Robo-Advisory“ Studie. Ähnlich wie im letzten Jahr liegt der Fokus weiterhin auf einem objektiven Vergleich der Asset-Management-Methoden und ihrem Einfluss auf das Risiko und auch die Performance. Im Vergleich zum letzten Jahr haben wir unsere Datenbasis deutlich gestärkt und schauen tief in die Musterportfolios der einzelnen Robo-Advisor. Auch das Thema Nachhaltigkeit wird in dieser Ausgabe der Studie stärker fokussiert. Als nachhaltigem Asset Manager und B Corp liegt uns dieses Thema besonders am Herzen und wir wollen über Chancen und Risiken der Nachhaltigkeit im Robo-Advisory aufklären.“

EVERGREEN

2 Marktrückblick

2022 war ein herausforderndes Jahr für alle Finanzmarktakteure. Kommend aus mehreren Jahren der positiven Aktienperformance und gekrönt von der Aktien-Rally 2021 startete das Jahr 2022 bereits holprig mit einer deutlichen Korrektur der Wachstumsaktien. Gefolgt von Konflikten, Rohstoffengpässen, Inflation und Zinserhöhungen mussten sowohl Aktien als auch Anleihen im Jahr 2022 deutlich Federn lassen.



Mehr Informationen dazu finden sich im EVERGREEN Marktkommentar Jahresrückblick:
links.evergreen.de/rueckblick2022

Lediglich eine Handvoll Vermögensverwalter können für sich behaupten, dass Jahr 2022 erfolgreich gemeistert zu haben. Besonders die fehlenden Gegenwirkungen von Aktien und Anleihen haben den Robo-Advisor geschadet, mehr dazu jedoch in Kapitel 6. Die prozentualen Verluste vieler Robo-Advisor-Portfolios in 2022 spielen sich im zweistelligen Bereich ab. Wollte 2021 noch jede:r in den Aktienmarkt einsteigen, so hat sich dies 2022 komplett gewendet. Dies spiegelt sich auch in den Wachstumsraten der Robo-Advisor wider, auch wenn kaum ein Robo-Advisor offiziell Stellung nimmt. Die Abwesenheit von positiven Berichten zu neuen Höchstständen bei den Assets under Management legt die Vermutung nahe, dass sich das Wachstum zumindest abgeschwächt hat.

Innerhalb der Branche geht es vielen ähnlich: Der Neukundenzuwachs ist rapide eingebrochen, die Absprungraten der Bestandsinvestor:innen hingegen steigen. Dasselbe gilt für die Assets under Management. Bereits durch die Performance haben viele Robo-Advisor Millionen verloren. Eine Lücke die durch das hinzugewonnene Geld kaum ausgeglichen werden konnte. Viele Robo-Advisor können sich glücklich schätzen, wenn sie weiterhin ein positives Kunden- und Assetwachstum aufweisen können. Eine solche Phase stellt für die Geschäftsmodelle der Robo-Advisor enorme Risiken dar. Kaum ein Robo-Advisor ist profitabel, sie alle sind auf Wachstum angewiesen. Hinzu kommt, dass in schlechten Marktphasen die Customer Acquisition Costs (CAC), d. h. die Kosten der Kundenneugewinnung pro Kunde, deutlich ansteigen.

Für einen Markt, in dem eine Konsolidierung längst überfällig ist, dient ein solches Marktumfeld als Katalysator. Bereits in der Asset Management Studie 2022 hieß es: "Kleine Anbieter werden den Markt früher oder später verlassen und mittelgroße Anbieter werden mit einer Stagnation des Asset-Wachstums einen Exit zu günstigen Bedingungen suchen." Hinzu kommen Externalitäten wie sich verschlechternde Finanzierungsbedingungen, auf welche Robo-Advisor weiterhin angewiesen sind, aber auch steigende Mitarbeiterkosten aufgrund der Inflation. Bereits 2022 mussten mehrere Anbieter den Markt verlassen: Cooler Future kündigte Insolvenz an; Growney wurde durch den Anteilseigner Lloyd Fonds AG übernommen, welche bereits hinter dem digitalen Vermögensverwalter LAIC stehen; LONI und Solidvest Blue (der Robo-Advisor der DKB) machten die Schotten dicht, bevor es überhaupt richtig losging und die digitalen Vermögensverwalter rubarb und Vantik mussten ebenfalls Insolvenz anmelden. Davon betroffene Kund:innen fanden teilweise bei EVERGREEN ein neues Zuhause für ihre Sparziele.

Wie es um den Deutsche Robo-Advisor Markt steht und wie es weitergehen könnte, wird in Kapitel 7 erläutert. Wichtig dafür ist jedoch zu verstehen, was die verschiedenen Robo-Advisor ausmacht, wie sie sich unterscheiden und welche Auswirkungen dies zukünftig haben könnte.

3 Asset Management

- Mehr als 65 % der 26 untersuchten Robo-Advisor weicht bis auf kleinere Unterschiede nicht signifikant von typisch passiven Asset-Management-Methoden ab.
- Ein zunehmender Trend im Robo-Advisory ist die individuelle Erweiterbarkeit der Geldanlage, bei der das meist passive & statische Grundportfolio durch einzelne Risikofaktoren erweitert werden kann.
- 81 % der untersuchten Robo-Advisor nutzen ausschließlich fremdgesteuerte Fonds und haben demnach keine Kontrolle über Einzeltitelpositionen, Risikofaktoren können so maximal sektorspezifisch bzw. über die Asset Klassen gesteuert werden.
- Durch die Abhängigkeit der Robo-Advisor von ETF und Fremdfonds unterscheiden sich auch die genutzten Assetklassen der Robo-Advisor unwesentlich.

Für mehr Informationen zum Auswahlprozess siehe Tabelle 6: Asset-Management-Methoden der Robo-Advisor.

a Asset-Management-Methoden

Unterscheiden sich Robo-Advisor hinsichtlich ihrer Asset-Management-Methoden?

Robo-Advisor unterscheiden sich hinsichtlich vieler verschiedener Dimensionen. Dazu gehört meistens die äußerst wichtige Dimension der Kosten, aber auch Unterscheidungsmerkmale wie Bedienbarkeit, Einstiegshürden und der Service. Im Kern des Geschäftsmodells sind Robo-Advisor jedoch Vermögensverwalter. Ein digitales Interface und einfache Bedienbarkeit sind hilfreiche Features, aber am Ende bleibt die Frage: Was steckt dahinter?

Um sich einer solchen Fragestellung zu nähern, gibt es klare Kennzahlen wie Rendite und Risiko, welche in Kapitel 6 näher beleuchtet werden. Bei Rendite und Risiko handelt es sich jedoch - zu einem gewissen Grad - um zufällige Realisationen der Asset-Management-Methoden. So ist eine Performance stets eine zeitpunkt- und zeitraumsspezifische Realisation. Der Performancesieger eines Zeitraumes ist eventuell der Verlierer eines anderen Zeitraumes: Nicht umsonst heißt es, dass historische Renditen kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung sind.

Ziel dieses Kapitels ist es daher, die Asset-Management-Methoden im Detail zu beleuchten und ihre Unterschiede hervorzuheben. Dabei gilt, dass eine bestimmte Asset-Management-Methode nicht grundsätzlich besser oder schlechter ist als eine andere, sondern lediglich andere Voraussetzungen und Implikationen mit sich bringt.

Zur groben Klassifizierung der von Robo-Advisor genutzten Asset-Management-Methoden klassifiziert diese Studie Robo-Advisor anhand von zwei Dimensionen: der Faktorallokation und der Asset Allokation.

Faktorallokation

Die Faktorallokation gibt an, wie innerhalb der verwendeten Asset-Management-Methoden mit gängigen Risikofaktoren wie Länder, Sektoren, Währungen oder Style umgegangen wird. Dabei wird unterschieden zwischen Passiv, Passiv Enhanced und Aktiv.

Passiv

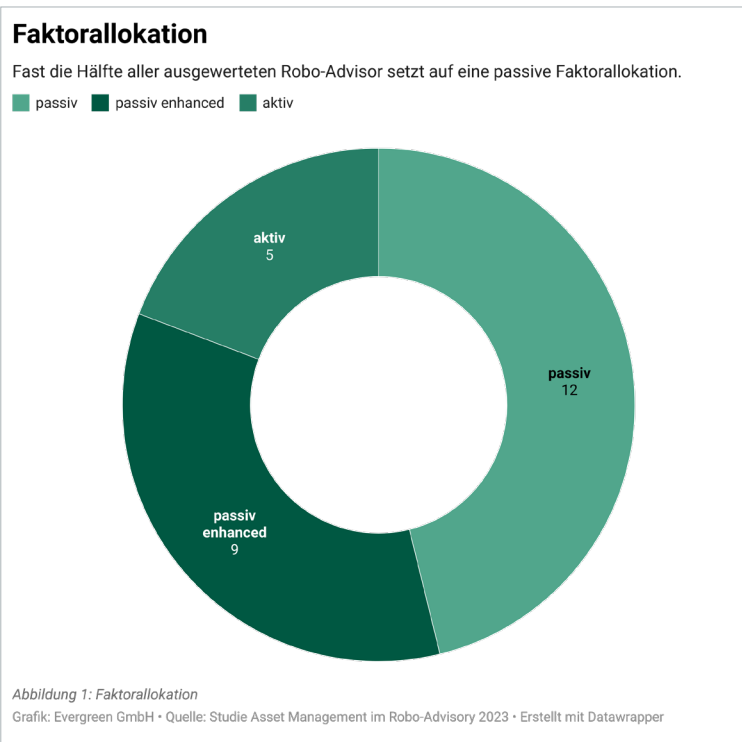
Bei einer passiven Faktorallokation soll möglichst der gesamte Markt in einem Portfolio abgebildet werden. Es wird folglich auf die Auswahl von einzelnen Wertpapieren verzichtet, stattdessen wird das Vermögen in allen Bereichen des globalen Finanzmarktes angelegt. Durch die Diversifikation, die breite Verteilung des Vermögens auf diverse Finanzprodukte, deren Entwicklung nicht oder nur geringfügig zusammenhängt, können Risiken reduziert und Kapitalverluste vermieden werden.

Passiv Enhanced

Passive Enhanced beschreibt eine Anlagestrategie, die grundsätzlich auf einer breiten Anlagestreuung in alle Bereiche des Marktes basiert, dabei aber optional oder zusätzlich eine methodische Auswahl bestimmter Risikofaktoren oder Einzeltitel im Portfolio beinhaltet.

Aktiv

Eine aktive Faktorallokation beschreibt das gezielte Über- und Untergewicht bestimmter Risikofaktoren. Durch die gezielte Selektion von Risikofaktoren oder Einzeltiteln wird versucht, ein sogenanntes Alpha zu generieren, d. h. es wird versucht, ein Portfolio zu erstellen, welches anstrebt, systematisch besser als der durchschnittliche Markt zu performen und damit eine über dem Markt liegende Rendite zu erzielen. Die Auswahl der Einzeltitel und Risikofaktoren erfolgt dabei oftmals unter Berücksichtigung potenzieller Marktentwicklungen und damit einhergehender Renditeerwartungen einzelner Unternehmen oder Branchen.



Fast 50 % der untersuchten Robo-Advisor nutzen passive Faktorallokation. Lediglich etwa 20 % verfolgen eine aktive Faktorallokation. Grund dafür ist die meist deutlich höhere Komplexität.

Aktive Faktorallokation lässt sich in systematisch und diskretionär unterteilen. Bei der systematischen Faktorallokation entscheidet ein vorher definierter Algorithmus welche Einzeltitel ausgewählt werden. Bei der diskretionären Faktorallokation entscheidet ein menschlicher Portfoliomanager. Vier von fünf der in dieser Studie untersuchten Robo-Advisor mit aktivem Ansatz zur Faktorallokation nutzen einen diskretionären Ansatz.

Siehe Estably und Solidvest als Beispiele für Robo-Advisor, mit diskretionärer aktiver Faktorallokation.
Siehe Cominvest für eine systematische aktive Faktorallokation.

Oftmals wird passives Investieren mit ETF gleichgesetzt. Tatsächlich handelt es sich dabei jedoch um zwei unterschiedliche Sachverhalte. Es ist möglich, ohne ETF passiv zu investieren und es ist auch möglich, mit ETF aktiv zu investieren. Ein ETF ist ein börsennotierter Fonds (mehr dazu in Kapitel 5 b), der einen Index abbildet. Dies ist für viele passive Investments gegeben, jedoch besteht eigentlich kein direkter Zusammenhang zwischen den beiden Sachverhalten.

Asset Allokation

Asset Allokation bezeichnet die Verteilung (Allokation) des investierten Kapitals auf verschiedene Anlageklassen (Assets), wie beispielsweise Aktien, Anleihen oder Rohstoffe. Die zugrundeliegende Annahme ist hierbei, dass verschiedene Assetklassen für eine bessere Diversifizierung sorgen.

Statisch

Bei der statischen Asset Allokation wird eine einmalig festgelegte und langfristige Verteilung der Kapitalanlage auf die einzelnen Anlageklassen bestimmt. Wie genau die Verteilung ausfällt, richtet sich nach der Zielsetzung, des Anlagehorizonts und der Risikopräferenz der Anleger:innen.

Statisch Enhanced

Eine statisch enhanced Asset Allokation beschreibt grundsätzlich eine fixierte Assetquote, die jedoch unter bestimmten vorher definierten Umständen taktisch verändert werden kann.

Dynamisch

Eine dynamische Asset Allokation verzichtet auf eine festgelegte Quote und verändert stattdessen die Gewichtung der Anlageklassen je nach Marktsituation. Der Anteil an beispielsweise Aktien und Anleihen wird situativ dahingehend verändert, wie es für das gegebene Risikoniveau angemessen ist.

Asset Allokation

Knapp 70 % der analysierten Robo-Advisor sind statisch, nur knapp 20 % dynamisch.

■ statisch ■ dynamisch ■ statisch enhanced

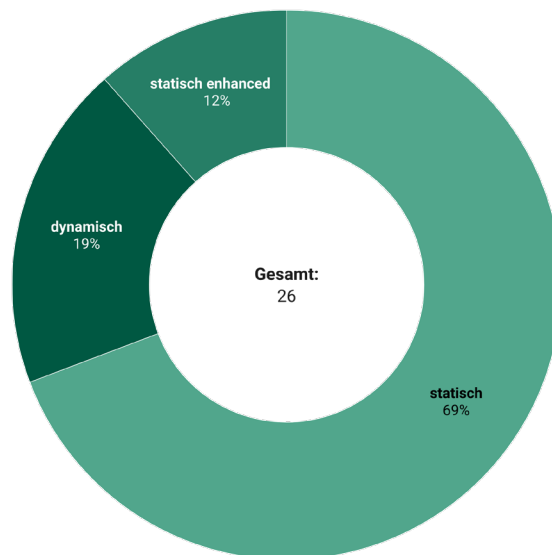


Abbildung 2: Asset Allokation

Grafik: Evergreen GmbH • Quelle: Studie Asset Management im Robo-Advisory 2023 • Erstellt mit Datawrapper

Die Untersuchung zeigt, dass 70 % der Robo-Advisor statisch arbeiten und nur ein geringer Teil dynamisch. Das liegt vornehmlich daran, dass der dynamische Ansatz eine hohe finanzwissenschaftliche Expertise erfordert.

Vier von fünf untersuchten Robo-Advisor mit dynamischer Asset Allokation verfolgen bei der dynamischen Gewichtung der Assets einen systematischen Ansatz mittels Algorithmen. Nur ein Anbieter nutzt eine teilweise diskretionäre Umsetzung.

Siehe EVERGREEN und Scalable Capital als Beispiele für systematische dynamische Asset Allokation.
Siehe Warburg Navigator für diskretionäre dynamische Asset Allokation.

Bei der Gewichtung der verschiedenen Anlageklassen fällt vor allem die Korrelation zwischen den verschiedenen Assets ins Gewicht. Im besten Fall gleichen sich die Assets gegenseitig aus, indem sie negativ korrelieren: Eine schlechte Performance in einer Assetklasse bedeutet, dass Gelder aus dieser Assetklasse ab- und in eine andere Assetklasse fließen. Da Aktien und Anleihen zu den größten Märkten mit einer minimalen Ineffizienz in der Transaktionsabwicklung gehören, profitieren sie stärker als andere Assetklassen von diesem Trend. In einem gemischten Portfolio aus Aktien und Anleihen können Portfolioschwankungen also dadurch minimiert werden, dass sich beide Assets gegenseitig ausgleichen. Die Hauptanlageklassen, die in Portfolios von Robo-Advisor aufzufinden sind, sind Aktien und Anleihen. In manchen Fällen nehmen Robo-Advisor auch Rohstoffe, Cash, oder alternative Anlagen wie beispielsweise Immobilien mit in ihr Portfolio auf, siehe dazu Seite 21.

Asset-Management-Methoden der Robo-Advisor

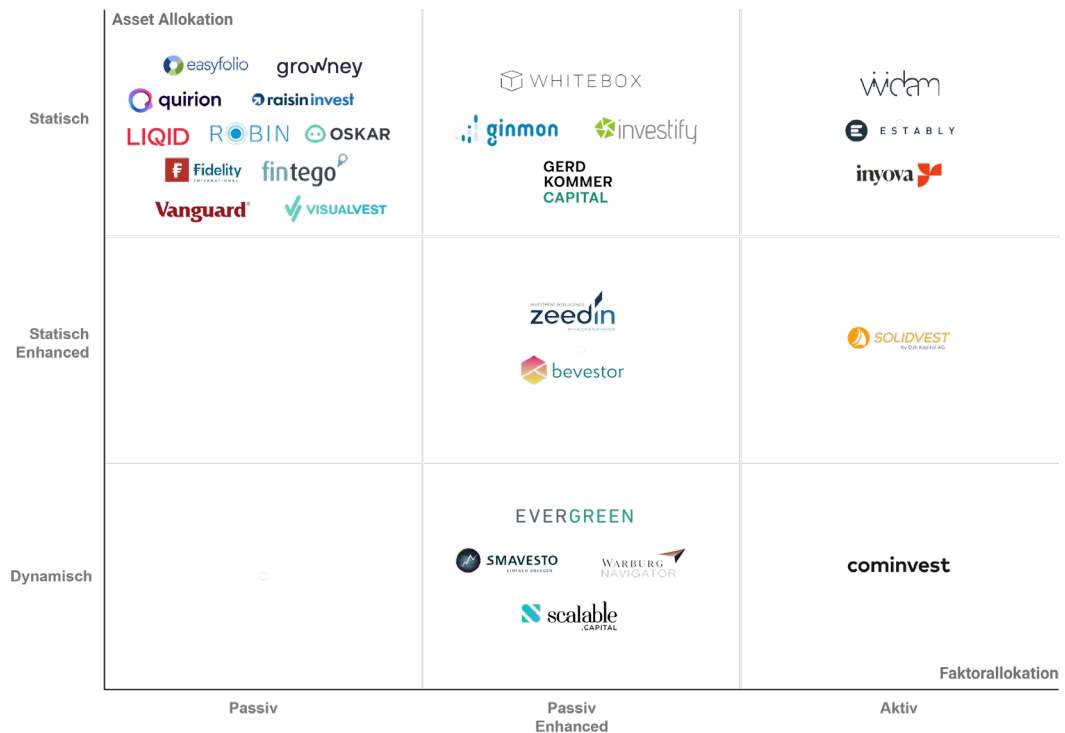


Abbildung 3: Allokationsmatrix

Grafik: Evergreen GmbH • Quelle: Studie Asset Management im Robo-Advisory 2023 • Erstellt mit Datawrapper

Elf von insgesamt 26 untersuchten Robo-Advisor werden der Kategorie statisch & passiv zugeordnet. Das heißt, dass das angelegte Vermögen breit gestreut in alle Marktbereiche angelegt wird und die Portfolios über eine langfristige Ausrichtung festgelegter Aktien- und Anleihequoten definiert werden. Die Kategorie statisch & passiv stellt mit über 40 % aller untersuchten Robo-Advisor die mit Abstand größte Kategorie dar. Anbieter dieser Kategorie nutzen die einfachsten Methoden, wobei nicht grundsätzlich gesagt ist, dass die Komplexität oder der fachliche Anspruch einer Asset-Management-Methode gleichzeitig für ihre Qualität steht. Anbieter dieser Kategorie verfolgen sehr strikt den Ansatz des Passiven Investieren, der seine Vor- und Nachteile hat. Theoretisch müsste für Anbieter dieser Kategorie der Kostendruck besonders hoch sein, da der Mehrwert des zur Verfügung gestellten Portfolios im Vergleich zu einem statischen Aktien- & Anleiheportfolio aus Standard-ETF wie zum Beispiel dem MSCI World Index und einem Global Aggregate Bond Index am geringsten ist.

Siehe Visualvest als Beispiel für einen typischen statisch & passiv Robo-Advisor.

Neben diesen elf Robo-Advisor, wurden vier Robo-Advisor als statisch & passiv enhanced klassifiziert: Sie verzichten grundsätzlich auf aktive Auswahl von Risikofaktoren, behalten sich aber vor, zusätzlich oder optional individuelle Risikofaktoren - je nach Anbieter unter variierenden Kriterien - auszuwählen. Die hier untersuchten Robo-Advisor berücksichtigen Faktoren, die sich entweder auf einen spezifischen Themenfokus wie Renewable Energies oder Wasser beziehen, die über Fundamentalanalyse Titel oder Sektoren auswählen, denen sie eine überdurchschnittliche Renditechance zurechnen, oder Risikofaktoren wie Size oder Momentum übergewichten.

Siehe Gerd Kommer Capital und Investify als Beispiele für statisch & passiv enhanced Robo-Advisor.

Des Weiteren wurden zwei Anbieter als statisch enhanced & passiv enhanced identifiziert. Diese Anbieter bieten sowohl eine anlassbezogene dynamische Asset Allokation (statisch enhanced) d. h. die Asset Allokation ist grundsätzlich statisch, kann unter bestimmten Umständen jedoch in Cash umgeschichtet werden, als auch eine Anreicherung der Faktorallokation um spezifische Anlagethemen oder Einzeltitel (passiv enhanced).

Siehe Bevestor als Beispiel für einen statisch enhanced & passiv enhanced Robo-Advisor.

Im Vergleich zu Anbietern der Kategorie statisch & passiv verwenden auch die knapp 25 % der untersuchten Anbieter der Kategorien statisch & passiv enhanced und statisch enhanced & passiv enhanced die Grundsätze des Passiven Investieren, erweitern diese jedoch teilweise um individuelle Asset-Management-Methoden. Damit versuchen diese Anbieter gezielt Mehrwert im Vergleich zu rein statischen & passiven ETF-Portfolios zu erzielen, ohne dass ein ganzheitlicher Asset-Management-Ansatz verwendet wird. Anbieter dieser Kategorien haben im Vergleich zu rein statisch & passiven Anbietern den Vorteil, dass sie trotz vorgegebenem Grundportfolio ihren Kunden eine gewisse Individualität ermöglichen.

Mehr als 65 % der untersuchten Robo-Advisor sind demnach den Kategorien statisch & passiv, statisch & passiv enhanced oder statisch enhanced & passiv enhanced zuzuordnen. Damit zeigt sich, dass knapp zwei Drittel aller untersuchten Robo-Advisor bis auf kleinere, individuelle Abweichungen - meist auf Kundenwunsch - nicht signifikant von typisch passiven Asset-Management-Methoden abweichen.



Können aktive Asset-Management-Methoden systematischen Mehrwert bringen? Diese Frage gilt in der Finanzwirtschaft als äußerst umstritten. Ein oft hervorgebrachtes Argument ist, dass aktive Asset Manager im Durchschnitt zwangsläufig die passive Marktrendite erzielen müssen. Daher ist am Ende jene Strategie vorteilhaft, die einen Kostenvorteil bietet (Sharpe 1991). Auch wenn dies zutreffend ist, so sagt es nichts über einzelne Asset-Management-Ansätze aus. Es ist schließlich möglich, dass bestimmte Asset Manager systematisch besser performen als der Markt und andere Asset Manager systematisch schlechter. Grundsätzlich ist für Anleger:innen folgendes wichtig zu verstehen: Es gibt keine Rendite ohne Risiko („There ain't no such thing as a free lunch“). Wenn eine aktive Asset-Management-Methode eine Überrendite verspricht, so bedeutet dies, dass diese Strategie zusätzlich Risiko birgt. Nämlich das Risiko, dass die Strategie nicht funktioniert wie gewünscht. Anleger:innen müssen dann selbst entscheiden, ob Sie dieses Risiko eingehen wollen oder nicht. Das Problem ist, dass solche Risiken besonders für Privatanleger:innen schwer zu identifizieren sind. Dass eine Strategie historisch gut funktioniert hat, bedeutet nicht, dass das zukünftig ebenfalls der Fall ist. Ohne detailliertes Hintergrundwissen ist es schwierig oder sogar unmöglich das Risiko einer aktiven Strategie abzuwägen. An dieser Stelle kommen Expertise und Vertrauen ins Spiel: Privatanleger:innen müssen nicht jede Strategie verstehen, um in diese zu investieren. Ein professioneller Asset Manager mit Expertise kann diese Aufgabe für Anleger:innen übernehmen.

EVERGREEN

Knapp 10 % der untersuchten Robo-Advisor sind der Kategorie statisch & aktiv zugeordnet, lediglich ein Anbieter der Kategorie statisch enhanced & aktiv. Die aktive Selektion von Einzeltiteln und Risikofaktoren zielt grundsätzlich darauf ab, eine Überrendite im Vergleich zu einem passiven Portfolio zu erzielen. Da der Prozess der Analyse einzelner Unternehmen und Wertpapiere sehr umfangreich ist, ist eine solche Geldanlage mit höheren Kosten für Anbieter, und damit meist ebenfalls für Anleger:innen, verbunden als ein passive. Bei der Unternehmens- oder Wertpapierauswahl werden Faktoren wie zum Beispiel die Dividendenrendite, Substanz oder Variabilität des Unternehmens berücksichtigt und ausgewertet. Auch Nachhaltigkeitskriterien können hierbei eine Rolle spielen. Die Auswahl der Einzeltitel oder Risikofaktoren wird vollzogen, um gezielt in Unternehmen zu investieren, die im Einklang mit vorher definierten Werten stehen. Bei statisch & aktiven Robo-Advisor wird die Assetquote einmalig festgelegt und bei Veränderung wieder hergestellt. Bei Robo-Advisor, die statisch enhanced & aktiv klassifiziert sind, kann die Assetquote gegebenenfalls verändert werden, wenn sich zum Beispiel die Aktienmärkte deutlich verschlechtern.

Siehe Vividam als Beispiel für einen statisch & aktiv Robo-Advisor.
Siehe Solidvest als Beispiel für einen statisch enhanced & aktiv Robo-Advisor.

Lediglich 20 % der untersuchten Robo-Advisor wenden eine dynamische Asset Allokation an. Von diesen Anbietern nutzt nur einer aktive Faktorallokation, alle anderen nutzen eine passiv enhanced Faktorallokation. Ziel der dynamischen Asset Allokation ist die strategische Umschichtung der Assetklassen basierend auf aktuellen Marktentwicklungen.

Dynamische Asset Allokation im Vergleich zur statischen Asset Allokation benötigen ein hohes Level an Expertise, um systematisch Mehrwert für Anleger:innen zu generieren. Die Gefahr einer Abweichung der Rendite solcher Strategien zur Marktrendite ist daher nicht zu unterschätzen. Eine qualitativ gute dynamische Strategie kann das Rendite-Risiko-Profil einer Geldanlage langfristig deutlich attraktiver gestalten. Eine qualitativ unpassende Strategie kann hingegen Verluste einloggen oder Gewinne liegen lassen und damit das Gegenteil erzielen. Einem solchen Risiko setzen sich die wenigsten Robo-Advisor aus. Da für den/die Anleger:in am Ende die Rendite (sowie zwischenzeitlich das Verlustrisiko) relevant ist, sollten Robo-Advisor je nach Level der Asset Management Expertise diejenige Strategie wählen, die den Kund:innen langfristig das bessere Rendite-Risiko-Profil bieten.

In Kapitel 3 c wird auf die soeben vorgestellten Asset-Management-Methoden im Detail eingegangen.

Es zeigt sich, dass sich die Asset-Management-Methoden vieler Robo-Advisor nicht signifikant unterscheiden. Es gibt ausgewählte Robo-Advisor, die professionelle Asset-Management-Methoden anwenden. Sie stellen aufgrund der benötigten Expertise jedoch die Ausnahme dar. Ein zunehmender Trend hingegen ist die individuelle Erweiterbarkeit der Geldanlage: Der Robo-Advisor stellt meist ein passiv & statisches Grundportfolio zusammen, das gezielt durch einzelne Risikofaktoren erweitert werden kann. Dabei wird die Entscheidung, in welche Risikofaktoren investiert wird, oftmals den Anleger:innen überlassen. Dies bietet den Vorteil, dass Anleger:innen ohne individuelle Gestaltungswünsche ein passives Standardportfolio bekommen, während Anleger:innen mit individuellen Gestaltungswünschen ihr Portfolio eigenständig erweitern können. Ein für Anbieter positiver Nebeneffekt ist hierbei, dass das Risiko einer nachteiligen Faktorallokation - wobei nachteilig selbstverständlich stark situations- und zeitraumbezogen ist - auf die Anleger:innen übertragen wird.

Lediglich eine kleine Auswahl an Robo-Advisor wie beispielsweise Cominvest, EVERGREEN, Scalable Capital, Smavesto oder Solidvest bieten vollständig eigene Asset-Management-Methoden mit allen einhergehenden Chancen und Risiken an.



Der Trend der Individualisierung ist für viele Anleger:innen äußerst positiv, da sich Wünsche und Ansprüche an Geldanlagen stark unterscheiden können. Dass dabei die Grundlagen der Risikodiversifikation erhalten bleiben, ist ebenfalls von Vorteil. Jedoch sollten diese Robo-Advisor ihre Aufgabe als Vermögensverwalter nicht aus den Augen verlieren. Auch digitale Vermögensverwalter müssen ihren Kund:innen mit Rat und Tat zur Seite stehen und vor möglicherweise nachteiligen Anlageentscheidungen angemessen warnen. Auch geschäftspolitisch ist der Trend nicht nur positiv zu bewerten. Mit der zunehmenden Individualisierung nähern sich viele Robo-Advisor dem Geschäftsgebiet der Broker und Neo-Broker. Ein Trend, der schon in der letzten Studie festgestellt wurde und hauptsächlich durch die einfache Replizierbarkeit vieler durch Robo-Advisor angewendeten Asset-Management-Methoden zu begründen ist. Fachlich wäre es für viele Neo-Broker einfach ein diversifiziertes ETF-Portfolio zu empfehlen, das individuell erweitert werden kann. Neo-Broker könnten dabei einen enormen Kostenvorteil gegenüber Robo-Advisor realisieren. Einzig die fehlenden regulatorischen Lizenzen halten Neo-Broker derzeit davon ab, diesen Schritt zu gehen. Am Beispiel der US-amerikanischen Konkurrenten ist dieser Trend längst zu erkennen.

EVERGREEN

Diversifikation – ist mehr immer besser?

Im Englischen gibt es den Spruch: „There ain't no such thing as a free lunch.“, der im Grunde besagt, dass jede Rendite immer mit einem Risiko verbunden ist. Dieser Spruch wird gerne um einen Beisatz erweitert: „There ain't no such thing as a free lunch, except diversification.“, der im Grunde besagt, dass es eine Ausnahme gibt, und zwar die Diversifikation. Diversifikation bedeutet seine Geldanlage zu streuen, sei es über Einzeltitel oder über Risikofaktoren. Das Prinzip der Diversifikation lässt sich einfach erklären: „Wenn ich in möglichst viel investiere, dann wird schon irgendetwas davon gut laufen.“ oder etwas fachlicher: „Diversifikation macht sich den Umstand zunutze, dass einzelne Geldanlagen nicht unabhängig voneinander sind, und nutzt diese Korrelationen, um ein verbessertes Durchschnitts-Varianz-Portfolio zu erzielen.“. Aber ist mehr Diversifikation immer besser? Die Antwort ist theoretisch ja, praktisch nein.

Diversifikation unterliegt dem Prinzip der abnehmenden Grenzerträge. Das heißt, dass der positive Effekt der Diversifikation von einen auf zwei Einzeltitel deutlich größer ist, als der Effekt der Diversifikation von 100 auf 101 Einzeltitel. Praktisch gibt es auch noch einen gegenteiligen Effekt: Transaktionskosten. Oftmals fallen Fixkosten für das Handeln von Einzeltiteln an. Es ist dadurch oftmals billiger, eine Aktie für 100 Euro zu kaufen als zwei Aktien für 50 Euro. D. h. der positive Effekt der Diversifikation und der negative Effekt der Kosten wirken sich entgegen. Es ist stark situativ abhängig, wo der optimale Punkt zwischen den beiden liegt, jedoch ist eindeutig: Mehr ist nicht immer besser.

Die Dienstleistung eines passiven Robo-Advisor besteht, wie in dieser Studie bereits festgestellt, in einer oftmals statischen Allokation von ETF, die den Kund:innen abgenommen wird (über 40 % der untersuchten Robo-Advisor). Aber warum braucht es eigentlich verschiedene ETF, wenn diese doch bereits breit diversifiziert sind? Das einfachste aller ausgeglichenen ETF-Portfolios besteht aus zwei ETF: Einem marktbreiten Aktien-ETF und einem marktbreiten Anleihen-ETF. Trotzdem bestehen die meisten Robo-Advisor-Portfolios nicht aus zwei ETF, sondern oft aus mehreren, was mit Gründen wie Diversifikation oder individuellen Sektorgewichtungen erklärt wird. Natürlich können mehr ETF größere Diversifikation bedeuten, jedoch ist der Mehrwert einer Diversifikation über 3.000 Einzeltitel (z. B. ein MSCI All Country World ETF) gegenüber 5.000 oder 10.000 Einzeltiteln gering. Mehrere ETF bieten zusätzlich eine Diversifikation über einen einzelnen ETF-Anbieter hinaus. Jedoch ist das Ausfallrisiko eines Anbieters wie Blackrock oder Vanguard äußerst gering, zumal das Vermögen des ETF als Sondervermögen insolvenzgeschützt ist und bei einer externen Depotbank liegt.

Anzahl der Investments per Musterportfolio

Anzahl der Investments (ETFs, Aktive Fonds, Futures, etc) per verfügbarem Musterportfolio.

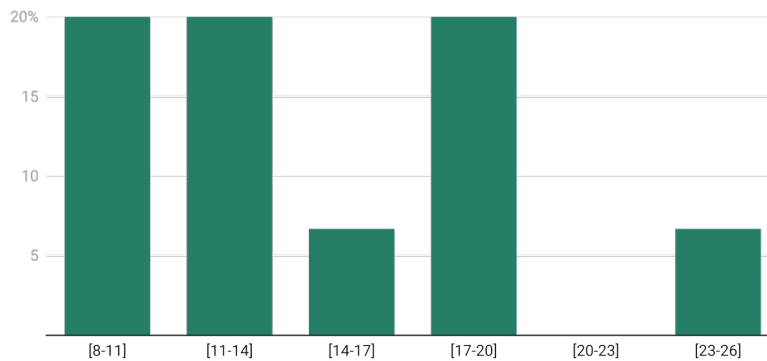


Abbildung 4: Verteilung Anzahl der Investments allgemein

Grafik: Evergreen GmbH • Quelle: Studie Asset Management im Robo-Advisory 2023 • Erstellt mit Datawrapper

Verteilung Anzahl der Investments strategiebezogen

Anzahl Mittelwert Median Min Max

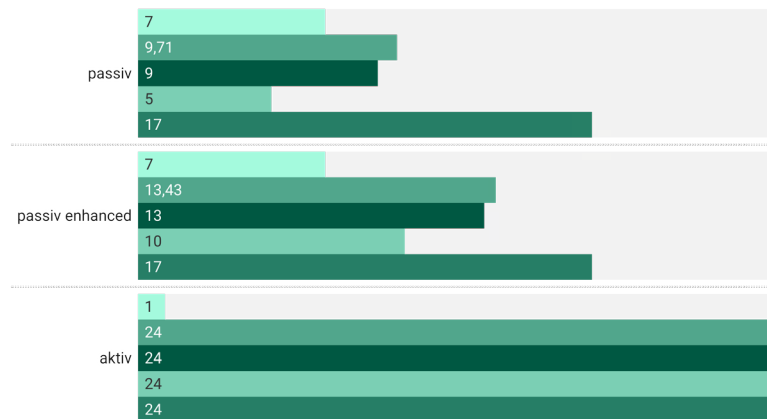


Abbildung 5: Verteilung Anzahl der Investments strategiebezogen

Grafik: Evergreen GmbH • Quelle: Studie Asset Management im Robo-Advisory 2023 • Erstellt mit Datawrapper

Im Rahmen der Studie wurden 15 verfügbare Musterportfolios untersucht. Von den untersuchten Musterportfolios bestand das durchschnittliche Musterportfolio aus zwölf Fonds, wobei Fintego mit fünf Investments das kleinste Portfolio und Vividam mit 24 Investments das größte Portfolio aufweisen. Es gilt jedoch zwischen den verschiedenen Asset-Management-Methoden, besonders hinsichtlich der Faktorallokation, zu unterscheiden. Ein Anbieter, der ein perfekt passives Portfolio abbildet, benötigt lediglich zwei Produkte: passive Anleihen und passive Aktien. Ein Anbieter, der allerdings individuelle Risikofaktoren auswählen will, muss auf kleinteiligere Investments zurückgreifen und benötigt daher auch mehr Investments.

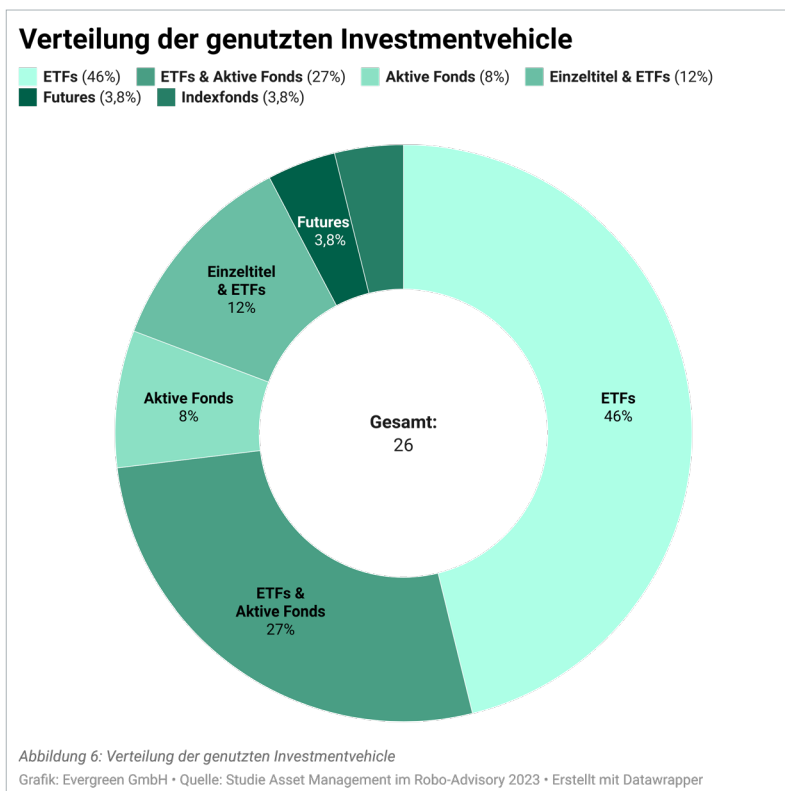
Es zeigt sich, dass eine höhere Anzahl von ETFs nicht zwangsläufig besser sind. Dies impliziert jedoch nicht, dass es ratsam ist, lediglich zwei ETFs in das Portfolio aufzunehmen. Anleger:innen sollten sich immer auch bewusst sein, dass eine höhere Anzahl von ETFs immer auch mehr Transaktionskosten implizieren, bei oftmals sehr ähnlichem Gesamtportfolio und somit auch ähnlichem Risikoprofil.

Investmentvehicle

Ein Investmentvehicle ist die kleinstmögliche Investmenteinheit, auf die ein Vermögensverwalter oder Asset Manager direkt oder indirekt Einfluss hat.

- Wenn fremdgemanagte Fonds, auf die kein Einfluss ausgeübt werden kann, wie z. B. ETF oder aktive Fonds, in ein Kundenportfolio gekauft werden, so sind diese Fonds die Investmentvehicle.
- Wenn Einzeltitel wie z. B. Aktien oder Anleihen in ein Kundenportfolio gekauft werden, so sind diese Einzeltitel die Investmentvehicle.
- Wenn fremdgemanagte Fonds wie z. B. ETF oder Aktive Fonds in einen Dachfonds gekauft werden, die direkt oder indirekt vom Anbieter gemanagt wird, so sind diese Fonds die Investmentvehicle.
- Wenn Einzeltitel wie z. B. Aktien oder Anleihen in einen Fonds gekauft werden, die direkt oder indirekt vom Anbieter gemanagt werden, so sind diese Einzeltitel die Investmentvehicle.

Für die Analyse ist zu beachten, dass Geld auf dem Verrechnungskonto nicht als Investmentvehicle gezählt wird, auch wenn es eine wichtige Assetklasse darstellt. Des Weiteren werden beispielsweise Exchange Traded Commodities (ETC) zur besseren Übersicht den ETF zugeordnet.



46 % der untersuchten Robo-Advisor nutzt ausschließlich ETF zum Investment der Kundengelder. Weitere 27 % nutzen sowohl ETF als auch fremdgemanagte aktive Fonds sowie weitere 8 % ausschließlich fremdgemanagte aktive Fonds. Hierbei ist es nebensächlich, ob das Investment direkt im Kundendepot stattfindet oder über beispielsweise Dachfonds. Wichtig ist, dass die entsprechenden Robo-Advisor keinen Einfluss auf das Verhalten der Fondsmanager haben, sondern lediglich die Wahl haben, einen Fonds zu kaufen oder nicht.

In Summe nutzen damit 81 % der untersuchten Robo-Advisor ausschließlich fremdgemanagte Fonds. Dies ist nicht grundsätzlich positiv oder negativ zu bewerten, hat jedoch einen signifikanten Einfluss auf die Art der möglichen Asset-Management-Methoden.



Können Robo-Advisor, die ausschließlich ETF bzw. Fremdfonds verwenden, überhaupt eigene Strategien umsetzen? Ob bewusst oder nicht, ähneln viele Robo-Advisor sogenannten Dachfonds, mehr dazu in Kapitel 5 a. Damit ist das Tätigkeitsfeld dieser Robo-Advisor klar eingeschränkt. Wer ausschließlich fremdgemanagte Produkte nutzt, hat keinen Einfluss auf die Einzeltitel des Gesamtportfolios, was zu einer gewissen Zufallskomponente innerhalb des Gesamtportfolios führt. Der Vermögensverwalter des Dachfonds kann weiterhin Risikofaktoren steuern und Strategien verschiedener Fonds analysieren und vergleichen, er hat jedoch nur begrenzten Einfluss auf das Gesamtportfolio. Dies ist nicht grundlegend verwerflich: Die sinnvolle Auswahl von Einzeltiteln benötigt ein großes Fachwissen und auch regulatorische Lizenzen. Ist dies nicht vorhanden, so kann es sinnvoll sein, diese Bereiche an professionelle Fondsmanager auszulagern. Jedoch sollte Anleger:innen klar sein, dass solche Konstrukte meist zu deutlich höheren Kosten führen.

EVERGREEN

Zusätzlich zu den 81 % der untersuchten Robo-Advisor, die ausschließlich fremdgemanagte Fonds nutzen, investieren 12 % der Robo-Advisor sowohl in Einzeltitel als auch in ETF. Auch hierbei spielt es keine Rolle, ob das Investment direkt im Kundendepot oder über einen eigenen Fonds stattfindet. Beispiele hierfür sind Anbieter wie Estably, Solidvest oder Inyova.

Hinsichtlich der verwendeten Investmentvehicle fallen zwei Anbieter auf: EVERGREEN und Vanguard Invest. Vanguard Invest nutzt sogenannte Indexfonds, die vom übergreifenden Asset Manager Vanguard zur Verfügung gestellt werden. Mehr dazu in Kapitel 5 b EVERGREEN hingegen nutzt innerhalb seiner eigenen Fonds Futures zum Investieren. Futures ähneln ETF konzeptionell dahingehend, dass sie meist einen Index abbilden. Auch wenn es sich damit technisch gesehen um Einzeltitel handelt und nicht um Fonds, so weist der Investmentansatz von EVERGREEN klare Unterschiede zu beiden Klassifizierungen auf. Mehr zum Beispiel EVERGREEN im Kapitel 3 c.

Es zeigt sich, dass sich Robo-Advisor, bis auf wenige Ausnahmen wie Solidvest, Inyova, Estably oder EVERGREEN, kaum hinsichtlich der genutzten Investmentvehicle unterscheiden. Für die Asset-Management-Methoden ergibt sich daraus, dass die meisten Robo-Advisor keine signifikante Kontrolle über die Einzeltitelportfolios haben, sondern lediglich Portfolioübergreifend die Risikofaktoren steuern können. Damit ist der Detailgrad der individuellen Gestaltungsspielräume deutlich eingeschränkt.

Unterscheiden sich Robo-Advisor hinsichtlich ihrer genutzten Assetklassen?

Aktien

Durch den Kauf einer Aktie werden Anleger:innen meist Anteilseigner:in eines Unternehmens und profitieren somit von Ausschüttungen sowie Wertsteigerungen des Unternehmens. Die Rendite einer Aktie wird daher von der Wertsteigerung des Unternehmens, sowie von den ausbezahlten Gewinnen bestimmt.

Anleihen

Anleihen sind Wertpapiere, bei denen Gläubiger:innen das Recht auf Zins- und Rückzahlung haben. Anleihen können sowohl von Unternehmen als auch von Staaten emittiert werden. Neben dem Nennwert der Anleihe, den die Inhaber:innen der Anleihe am Ende der Laufzeit vom Emittenten zurückerhält, zahlt der Emittent dem Gläubiger bzw. der Gläubigerin in regelmäßigen Abständen (meist jährlich) einen Kupon (Prozentsatz des Nennwerts).

Cash

Unter die Anlageklasse Cash, auch Liquidität oder Geldmarkt genannt, fallen Tagesgeldkonten, Festgeldkonten oder Geldmarktfonds. Ein Geldmarktfonds ist ein Investmentfonds mit hoher Liquidität, der ausschließlich in Positionen des Geldmarkts investiert, die eine kurze Restlaufzeit bzw. eine Laufzeit von maximal zwölf Monaten haben. Cash zeichnet sich allgemein durch eine geringe bis keine Volatilität, aber auch geringe langfristige Renditen aus.

Rohstoffe

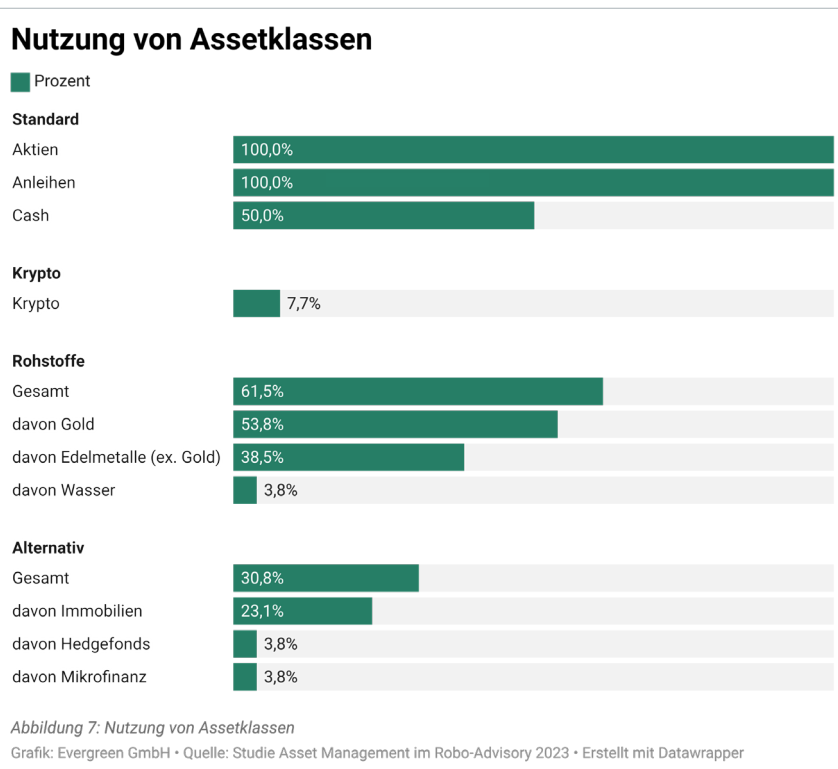
Unter Rohstoffen allgemein versteht man Erzeugnisse und Waren, die einen inneren Wert besitzen, da sie in der industriellen Fertigung verwendet oder konsumiert werden. Typische Rohstoffe für Investments sind Öl, Erdgas, Gold, Silber, Kupfer oder auch Lebensmittel wie Mais oder Getreide. Rohstoffe werden selten direkt gehandelt, da der direkte Handel mit hohen Lager- und Transportkosten verbunden ist und eine schlechtere Liquidierbarkeit relativ zu einem Finanzinstrument mit sich bringt. Stattdessen werden sie durch Futures oder ETCs (Exchange Traded Commodities) gehandelt, bei denen die impliziten Lager- und Transportkosten deutlich geringer ausfallen.

Kryptowährungen

Auch Kryptowährungen (digitales Geld) stellen mittlerweile eine relevante Anlageklasse dar. Investiert wird dabei z. B. in Bitcoin, Ethereum oder NFTs. Auch wenn sich die Anlageklasse wachsender Beliebtheit erfreut, gilt die hohe Volatilität als Risikofaktor.

Alternatives

Mit der Anlageklasse Alternatives ist meist die Anlage in illiquide Anlagen gemeint. Dazu zählen Investitionen in Privatkredite, private Unternehmen, Infrastruktur, Immobilien, Wagniskapital und Hedgefonds. Charakteristisch ist allgemein eine niedrigere Liquidierbarkeit der Anlagen und ein längerer Zeithorizont einer Investition.



Alle in dieser Studie untersuchten Robo-Advisor nutzen sowohl Aktien als auch Anleihen in ihren Portfolios, wobei es je nach Risikopräferenz auch ein reines Aktien- oder Anleihenportfolio sein kann. Denn über die letzten Jahrzehnte galt an den Märkten: Wer Risiko will, bekommt Aktien und wer Sicherheit will, bekommt Anleihen ins Portfolio. Viele, insbesondere statische, Robo-Advisor haben dies unbewusst zum Kern ihres Geschäftsmodells gemacht, d. h. risikoarme Anleger:innen bekommen 80 % Anleihen und 20 % Aktien und risikoreiche Anleger:innen das Gegenteil. Denn Anleihen, meist Staatsanleihen, sind sicher. Sie schwanken nicht, sie sind negativ korreliert mit Aktien und bringen wenig bis keine Rendite. Unterschiede zwischen den Anleihen? Gibt es nicht, ob Staats- oder Unternehmensanleihe, ob kurz oder lang, spielt keine Rolle, da sie alle eine ähnliche niedrige Rendite bringen.



Auszug aus der Asset Management im Robo-Advisory Studie 2022

„In den letzten Jahren war es aufgrund der Performance von Aktien und Anleihen nicht nötig auf Geldmarktinstrumente als Portfoliokomponente zurückzugreifen, dies kann sich in einem steigenden Zinsumfeld jedoch sehr schnell ändern, da Anleihen einem Zinsänderungsrisiko ausgesetzt sind. Ob und wann dieser Zeitpunkt kommt, ist unklar. Robo-Advisor sollten jedoch darauf vorbereitet sein, dass die Korrelation von Aktien und Anleihen sich drehen kann und damit den Sicherungseffekt von Anleihen gegenüber Aktien aufhebt.“

EVERGREEN



2022 ist eingetreten, was nach Ansicht vieler Fachleute längst überfällig war: eine „Normalisierung“ der Anleihenmärkte. Wobei „normal“ für viele Anleger:innen schwer zu verstehen ist, da die Niedrigzinsphase seit über 10 Jahren Bestand hat. Die Anleihen haben im Jahr 2023 in Folge hoher Inflation und darauffolgender Zinserhöhungen bis zu 20 % verloren. Renditen sind von um die 0 % auf bis zu 5 % hochgeschneit. Die Spreads sind auseinandergefahren, d. h. eine Unternehmensanleihe ist wieder deutlich risikoreicher als eine Staatsanleihe. Und obendrauf ist die Korrelation zwischen Aktien und Anleihen weggebrochen, da beide Märkte große Verluste verzeichneten. Während letzteres vermutlich ein kurzzeitiger Effekt ist und damit gerechnet wird, dass sich die Diversifikation zwischen Aktien und Anleihen zukünftig wieder auf alten Niveaus einpendeln wird, so sind die anderen Veränderungen dauerhaft. Robo-Advisor werden Anleiheninvestments signifikant umdenken müssen. Anleihen sind nicht mehr sicher und bieten keine Rendite. Sie sind auf einmal attraktiv, bieten Rendite, sind aber auch risikobehaftet. Das Spektrum von Risiko an den Kapitalmärkten hat sich schlagartig um mehrere Dimensionen erweitert, die lange Zeit von vielen Anbietern und Anleger:innen ignoriert wurden. Ein Umstand, der allein-gesessenen Asset Managern noch bekannt sein mag, für die recht jungen Robo-Advisor jedoch absolutes Neuland ist. Da Anleihen hinsichtlich ihrer verschiedenen Risikoprämien auch deutlich komplexer sind als Aktien, sollten Robo-Advisor die Notwendigkeit für Expertise in diesem Bereich nicht unterschätzen.

EVERGREEN

Knapp 50 % der untersuchten Robo-Advisor nutzt Cash als Assetklasse, wobei der Grad der Nutzung sich zwischen den verschiedenen Robo-Advisor stark unterscheidet. Und 2022 galt: Cash ist King.

Zum Vergleich: Bei Visualvest fällt die Cashquote im Portfolio niedriger aus, je höher die Risikotoleranz der Anleger:innen ist. In VestFolio 1 sind hauptsächlich Anleihe- und Geldmarktfonds und wenige Aktien- und Rohstofffonds enthalten. Das Vestfolio 7 besteht genau umgekehrt hauptsächlich aus Aktien und Rohstoffen und enthält (meist) gar keinen Geldmarkt.

Bei EVERGREEN werden die Anlageklassen Cash, Anleihen und Aktien relativ zueinander bewertet. Je nach Marktsituation wird die Asset Allokation, die Vermögensaufteilung auf diese drei Klassen, dahingehend verändert, wie es am lukrativsten und sichersten ist. Demgemäß wird die Anlageklasse Cash nicht nur dann übergewichtet, wenn die Kurse der anderen zwei Klassen sinken. Die EVERGREEN Kassenquote bewegte sich in den vergangenen Jahren dabei in einem Spektrum zwischen 30 und 90 %.

Zusätzlich zu Aktien, Anleihen und Cash gibt es noch die Assetklassen Krypto, Rohstoffe und Alternatives, wobei mit letzterem bei Robo-Advisor fast immer Immobilien gemeint sind. Knapp 62 % aller untersuchten Robo-Advisor nutzt Rohstoffe, während 27 % Immobilien und 7 % Krypto zur Diversifikation nutzen.

Das Investment in **Immobilien** findet bei den meisten Robo-Advisor über Aktienfonds statt, die einen Fokus auf Immobilienunternehmen haben. Dies ist eine sehr wichtige Unterscheidung. Auch wenn es eine Korrelation zwischen Immobilienaktien und Immobilienportfolios gibt, so beinhaltet die Aktie zusätzliche Risiken wie zum Beispiel das Geschäftsrisiko und verzeichnet eine deutlich höhere Marktkorrelation als ein tatsächliches Immobilienportfolio bzw. ein Immobilienfonds wie beispielsweise REITs (Real Estate Investment Trusts). Der Begriff „Immobilieninvestments“ ist daher irreführend, da eigentlich Immobilienaktien gemeint sind. Jedoch müssen an dieser Stelle auch die regulatorischen Hürden genannt werden, die mit physischen Immobilieninvestments oder Investmentvehikeln wie Immobilienfonds einhergehen.

Das Investment in **Kryptowährungen** findet meist über ETF statt, die Kryptowährungsindizes replizieren.



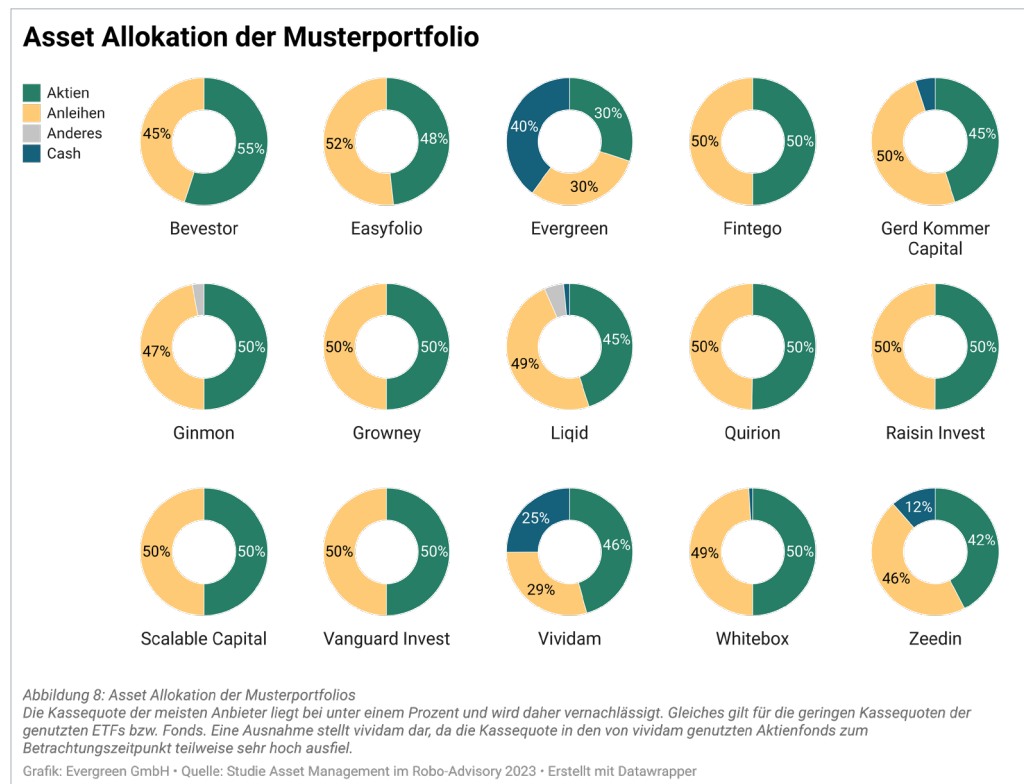
Aus Diversifikationsaspekten kann eine Beimischung von Assetklassen wie Krypto, Rohstoffe und Alternatives durchaus sinnvoll sein. Anleger:innen sollten allerdings auf den Zeithorizont der Geldanlage achten. Gerade bei langfristigen Geldanlagen ist die langfristige Rendite solcher Assetklassen relevant. Die langfristige Rendite von beispielsweise Krypto ist äußerst umstritten, während Rohstoffe gerne als „Inflationsschutz“ bezeichnet werden, da sie langfristig eine Rendite ähnlich zur Inflation erzielen sollen, sprich eine reale Nullverzinsung. Alternative Assets wie Immobilien bieten hier langfristig attraktivere Chancen, wobei es stark auf die gewählten Produkte und Kosten ankommt.

EVERGREEN

Es zeigt sich, dass sich die genutzten Assetklassen, aufgrund der hohen Abhängigkeit vieler Robo-Advisor von ETF und Fremdfonds, kaum voneinander unterscheiden. Einige wenige Robo-Advisor nutzen Trendthemen wie Krypto, um ihr Portfolio zu erweitern. Assetklassen wie Alternative Assets werden zunehmend mehr genutzt, sind aufgrund der rechtlichen Bedingungen vieler Robo-Advisor jedoch stark eingeschränkt.

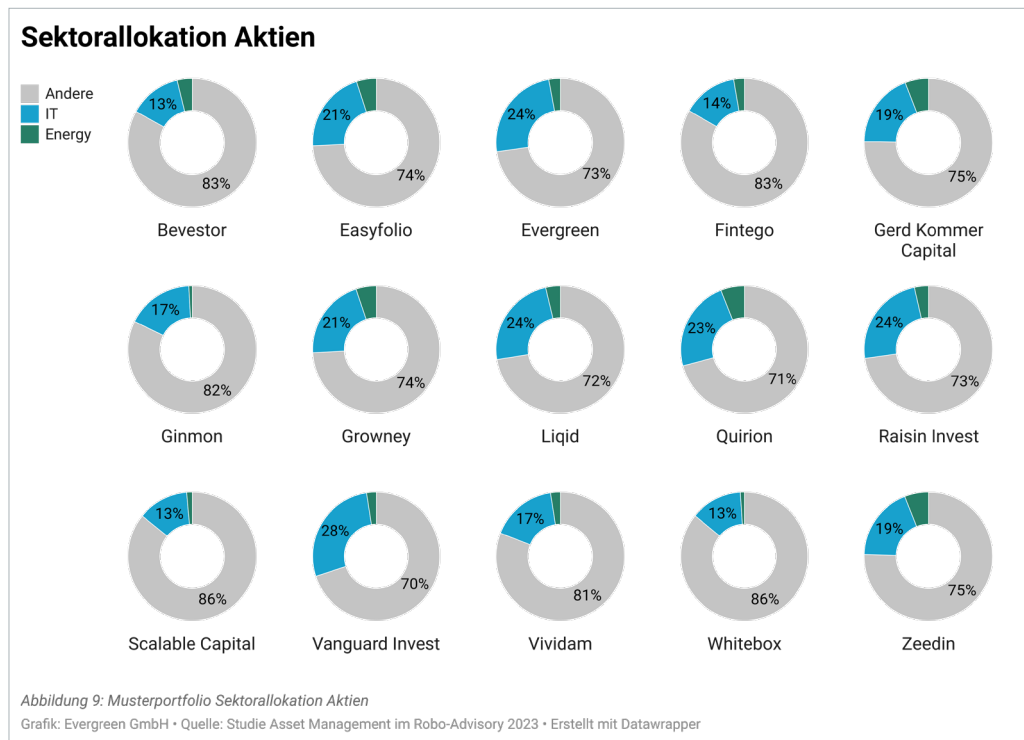
b Einblick in die Portfolios

Für den Einblick in die Portfolios wird auf öffentlich verfügbare Musterportfolios und Anlagevorschläge der verschiedenen Anbieter zurückgegriffen. Da lediglich drei Anbieter sich bereit erklärt haben, Musterportfolios zu teilen und nur knapp die Hälfte der untersuchten Robo-Advisor Musterportfolios und Anlagevorschläge veröffentlichen, werden lediglich 15 der insgesamt 26 Robo-Advisor in diesem Teil der Studie untersucht. Wenn möglich wurde versucht ein 50 % Aktien- und 50 % Anleihenportfolio zu untersuchen und wo vorhanden wurden nachhaltige Portfolios ausgewählt. Die Musterportfolios wurden im Oktober 2022 erhoben.



Die in Abbildung 8 dargestellte Asset Allokation zeigt, dass bei allen Portfolios ca. eine 50 % Aktien- und 50 % Anleihenmischung angestrebt wurde. Lediglich die Anbieter EVERGREEN, Zeedin und Vividam stechen in dieser Abbildung mit deutlich erhöhten Cashquoten heraus. Die Nutzung von Cash ist ein erprobter Weg im Asset Management besonders in Zeiten, in denen sowohl Aktien als auch Anleihen deutliche Verluste erleiden. Durch gezielte Desinvestition können Verluste vermieden werden. Die Nutzung von Cash ist jedoch für viele Robo-Advisor kaum umsetzbar, da oftmals ausschließlich Fremdfonds genutzt werden und besonders bei ETF die Cashquote nicht aktiv genutzt wird. Eine Umsetzung von Cashquoten wäre für solche Anbieter zwar mithilfe von Geldmarkt-ETF und ähnlichem möglich, aber aufwendig und für Anleger:innen kostspielig. Ursächlich dafür sind fehlende Synergieeffekte, wenn beispielsweise in privaten Depots Cashpositionen aufgebaut werden. Daher handelt es sich um einen Ansatz, der im Grunde nur von professionellen Asset Managern umgesetzt werden kann.

Welche Risiken verbergen sich in den Aktienportfolios der Robo-Advisor?

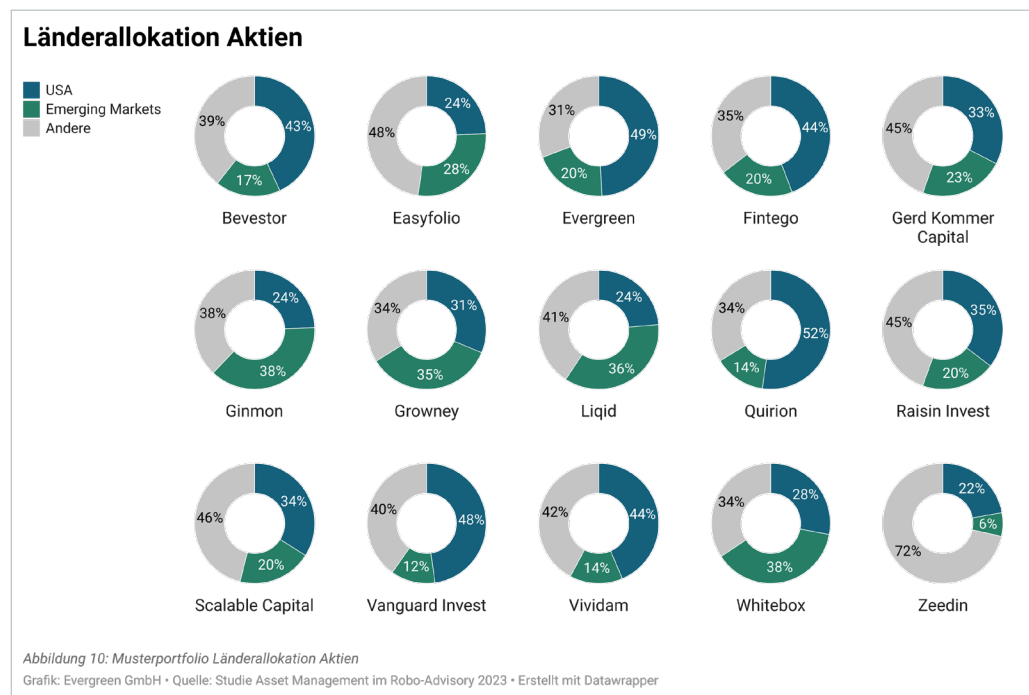


Zur Analyse der Musterportfolios werden die Aktien- und Anleihen separat betrachtet. Gängige Risikofaktoren, hinsichtlich derer Aktienportfolios untersucht werden, sind beispielsweise Sektoren, Länder und Währungen. Bezüglich der Sektoren weisen die Musterportfolios keine signifikanten Abweichungen voneinander auf. Dies ist nicht weiter verwunderlich, da es sich meist um passive Portfolios handelt und wo möglich die allgemeinste Kategorie der verfügbaren Musterportfolios gewählt wurde.

Anhand des Beispiels des MSCI ACWI (All Country World Index; Stand November 2022) kann ein normaltypisches passives Portfolio analysiert werden. Der am meisten vertretene Sektor im MSCI ACWI ist der Technologiesektor mit einer Gewichtung von knapp 21 %. Die Gewichtung des Technologiesektors in den Musterportfolios schwankt zwischen 13 % und 28 %. Anhand des Sektors ist bereits erkennbar, dass es durchaus zu Abweichungen kommt, jedoch keine auffällig signifikante Abweichung vom normaltypischen passiven Portfolio vorliegt. Ähnliches gilt für den Sektor Energie, der für gewöhnlich nicht Erneuerbare Energien umfasst, sondern ausschließlich fossile Energien, der im MSCI ACWI eine Gewichtung von knapp 5 % hat und in den Musterportfolios zwischen 1 % und 6 % schwankt.

In Kapitel 3 a wurde deutlich gemacht, dass die Kombination mehrerer unterschiedlicher ETFs keinen Mehrwert stiftet, da sich die Risikofaktoren auf Gesamtportfolioebene kaum verändern und der Diversifikationseffekt nicht signifikant erhöht wird. Gleichzeitig steigen jedoch die Transaktionskosten. Rein auf den Risikofaktor Sektorallokation bezogen lässt sich diese Aussage bestätigen. Durch das Kombinieren der verschiedenen Fremdfonds entsteht auf die Sektoren bezogen kein signifikant abweichendes Portfolio.

Der MSCI ACWI steht immer wieder in der Kritik, Technologieaktien aufgrund ihrer hohen Marktkapitalisierung überzugewichten und somit Klumpenrisiken aufzubauen. Unabhängig davon, ob diese hohe Gewichtung langfristig Vor- oder Nachteile birgt, sind auch die Musterportfolios der Robo-Advisor diesen Risiken meist ausgesetzt.



Anders sieht dies jedoch hinsichtlich des Risikofaktors Länderallokation aus. Der MSCI ACWI ist sehr US-lastig mit knapp 61 % US-amerikanischen Titeln. Emerging Markets sind im Index mit ca. 12 % vertreten. Es zeigt sich, dass die meisten Robo-Advisor deutlich geringer in US-amerikanische Titel investiert sind als der Index. So reicht die US-Quote von 22 % bis lediglich 52 %. Die hohe US-Lastigkeit von passiven Indizes ist ein weiterer Kritikpunkt und ein weiteres potenzielles Klumpenrisiko. Die untersuchten Musterportfolios reduzieren alle dieses Risiko, wie es bei europäischen Anbietern üblich ist. Ob sich diese Reduktion des Klumpenrisikos langfristig auszahlt oder nicht, ist jedoch unklar. Besonders Zeedin und Liquid stechen hinsichtlich der reduzierten US-Quote heraus. Anbieter wie Quirion, EVERGREEN, Vividam und Vanguard sind hingegen mit knapp 50 % am nächsten am Index. Auffällig ist ebenfalls, dass fast alle Robo-Advisor den Anteil der Emerging Markets übergewichten. Während der Anteil im MSCI ACWI bei knapp 12 % liegt, macht er bei den meisten Anbietern eher um die 20 % aus. Besonders Ginmon, Growney, Liquid und Whitebox stechen heraus mit Quoten über 35 %. Zeedin hingegen weist kaum Emerging Markets Exposure auf. Anbieter wie Vividam, Quirion und Vanguard liegen auch hinsichtlich der Emerging Markets Quote sehr nah am Index.

Auf den Risikofaktor Länderallokation zeigt sich, dass es eine eindeutige Abweichung vom normaltypischen passiven Portfolio gibt. Die Abweichung ist jedoch über alle Robo-Advisor recht ähnlich.



Hinsichtlich der Faktorallokation verfolgt EVERGREEN einen rein passiven Ansatz. Die aktiven Komponenten kommen lediglich bei der Nachhaltigkeit und der dynamischen Asset Allokation zum Tragen. Daher ähnelt das Portfolio stark dem MSCI ACWI mit einer Reduktion der US-Länderallokation um knapp 10 % und einer leichten Erhöhung des Europa und Emerging Markets Exposures. Historisch gesehen haben Emerging Markets die Industrieländer deutlich unterperformt. Portfoliotheoretisch sollte die Rendite der Schwellenländer jedoch höher liegen, da zusätzliches Risiko eingegangen wird. Das Underexposure kommt hauptsächlich aus der Untergewichtung des US-Markets und damit indirekt der großen Technologietitel, die in den letzten beiden Jahrzehnten die Performance des MSCI World Index und des MSCI ACWI Index dominiert haben. Expert:innen sehen jedoch das Risiko, dass die enormen Bewertungen dieser Unternehmen im Zuge der jüngsten Rezession auch mittelfristig unter Druck geraten werden. Wichtig für Anleger:innen ist zu verstehen, dass gängige Emerging Markets Indizes zu knapp 75 % von den vier Ländern China, Taiwan, Indien und Südkorea dominiert werden, gefolgt von den BRICS-Staaten. Das bedeutet, dass die Emerging Markets einem signifikanten politischen Risiko ausgesetzt sind, besonders mit Blick auf Taiwan, China und Indien.

EVERGREEN

Währungen Aktien

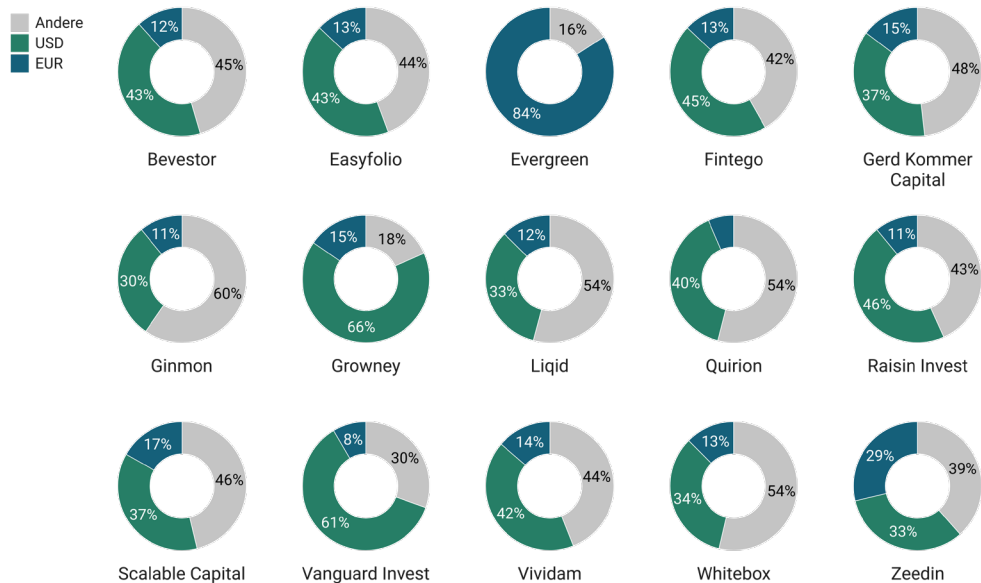


Abbildung 11: Musterportfolio Währungsallokation Aktien

Grafik: Evergreen GmbH • Quelle: Studie Asset Management im Robo-Advisory 2023 • Erstellt mit Datawrapper

Ein oft übergangener Risikofaktor in Aktienportfolios ist das Währungsrisiko. Auch wenn Währungsrisiken unabhängig von Aktienrisiken sind, so sind die wenigsten Aktienportfolios währungsabgesichert. Währungsabsicherung (auch: Währungshedging) bedeutet, dass das Währungsrisiko einer physischen Geldanlage durch synthetisches Währungsexposure reduziert wird. Im Vergleich zu Aktienfonds sind Anleihenfonds meist währungsabgesichert.

Wichtig ist, dass das Währungsrisiko eines Fonds nicht mit der Handelswährung des Fonds zu tun hat. Für Privatanleger:innen ist es meist irrelevant welche Handelswährung ein Fonds hat, wobei die eigene Hauptwährung bevorzugt wird, da für Fonds, die in Fremdwährungen notieren, Wechselkursgebühren auf Anleger:innen zukommen. Das hat jedoch nichts mit dem Währungsrisiko des Aktienportfolio zu tun.

Das Währungsrisiko eines physischen Portfolios kommt dadurch zustande, dass die physischen Investments wie Aktien meist in den landeseigenen Währungen getätigt werden. I.e. ein Investment in Apple Inc. findet in USD statt und ein Investment in die Deutsche Bank in EUR. Der Fonds wird jedoch in einer Währung bewertet. Dabei ist es grundsätzlich egal, um welche Währung es sich handelt. Daher werden zu jedem Bewertungszeitpunkt des Fonds alle Fremdwährungspositionen in die Referenzwährung umgerechnet, wodurch das Währungsrisiko entsteht.

Da es sich bei den meisten Anleger:innen deutscher Robo-Advisor um Euro-Investor:innen handelt, betrachtet diese Studie alle Währungen gegen den Euro als Fremdwährung. Der MSCI ACWI Index hat ein USD-Exposure von ca. 70 %. Dabei handelt es sich um ca. 60 % US-amerikanische Titel sowie hauptsächlich Emerging Markets Titel, die oftmals in USD handeln. Ähnlich zur Länderquote haben die meisten Robo-Advisor weniger USD-Exposure. So reicht das Exposure von 30 % bis 66 %. Eine Ausnahme bildet EVERGREEN, die zum Zeitpunkt der Erhebung der Musterportfolios kein Währungsexposure besitzen.

Doch was bedeutet eine hohe USD-Quote? Zur Veranschaulichung wird das Jahr 2022 herangezogen. Am 27.09.2022 erreichte der EUR-USD-Kurs sein Jahrestief bei unter 0,96. Der EUR hat gegenüber dem USD zwischen dem 31.12.2021 und dem 27.09.2022 somit knapp 16 % abgegeben. Für Aktienportfolios bedeutet das Folgendes: Der MSCI World Index in USD hat im selben Zeitraum eine Performance von ca. -24 % aufzuweisen. Der MSCI World Index in EUR hingegen hat im selben Zeitraum nur ca. 10 % verloren. Der Unterschied zwischen den beiden liegt ausschließlich im Währungsrisiko, da es sich um denselben Index handelt. Das Währungsrisiko hat daher einen signifikanten Einfluss auf die Performance der Aktienportfolios, auch wenn das Risiko eigentlich nichts mit Aktien zu tun hat. Die Währungsperformance wäre ebenfalls angefallen, wenn Investor:innen in USD notierte Immobilien oder Anleihen investiert hätten oder sie das Geld auch nur auf einem USD notierten Bankkonto gehalten hätten.

Im Jahr 2022 hat sich eine hohe USD-Quote eindeutig ausgezahlt. Die Verluste aus den Aktien konnten zu großen Teilen durch die Währungsperformance abgefangen werden. Jedoch ist Währungsrisiko nicht ungefährlich. Anders als Aktienkurse, die sich im Grunde frei bewegen können, bewegen sich Währungen nur innerhalb bestimmter Korridore. Wenn Währungen zu stark fallen oder steigen, so greifen Zentralbanken ein. Ein schwacher Euro gegenüber dem USD schadet zum Beispiel der US-Exportwirtschaft enorm. Zu einem gewissen Grad wird dies toleriert, wird der Unterschied jedoch zu groß, werden die Zentralbanken tätig, um bestimmte Wirtschaftszweige zu schützen. Schaut man sich die letzten 30 Jahre an, so sieht man, dass der EUR-USD-Kurs zwischen 0,9 und 1,5 hin und her schwankt. Das bedeutet, dass sich die Wechselkurse Mitte 2022 bereits recht nahe am unteren Ende der Bandbreite befanden.

Angenommen, der Währungskurs stabilisiert sich wieder bei ca. 1,15, wo er sich hauptsächlich in den letzten 10 Jahre befand, so werden Euro-Anleger:innen unweigerlich mehr als 10 % aus Aktieninvestments verlieren, unabhängig davon, wie die Aktien performen.

Folglich darf das Währungsrisiko nicht unterschätzt werden. Insbesondere in Zeiten schneller Zinserhöhungen schwanken Wechselkurse stark. Es ist unüblich, Aktienportfolios gegen Währungsrisiken abzusichern, jedoch sind sich die wenigsten Anleger:innen dieser Risiken bewusst.



Aufgrund des besonderen Aufbaus der EVERGREEN Fonds haben diese kein physisches Währungsexposure. Bis Mitte 2022 hielt EVERGREEN in den hohen Risikoklassen eine USD-Quote von knapp 30 %. Diese wurde Mitte des Jahres jedoch in allen Risikoklassen komplett abgebaut. Währungsrisiken sind für viele Robo-Advisor ein Nebenprodukt, das zu Aktieninvestments dazugehört. Das ist jedoch falsch. Die EVERGREEN Fonds haben einen klaren Ansatz – es sollen langfristige Renditen angestrebt werden, während Schwankungen minimiert werden. Aktien haben eine solche langfristige Rendite. Die Unternehmen wachsen und zahlen Dividenden. Auch Anleihen haben eine solche langfristige Rendite. Sie zahlen Zinsen. Währungen hingegen haben keine wissenschaftlich bewiesene langfristige Rendite. Sie verzerren lediglich die Performance. Mal, wie im Jahr 2022, helfen sie, weil die Rendite in EUR beispielsweise gegenläufig zu den Aktien ist, und mal schaden sie. Da europäische Anleger:innen ihre Rechnungen fast immer in Euro begleichen müssen, gehört die Währungssicherung im professionellen Asset Management zu einer der wichtigsten Aufgaben. Leider werden Währungsrisiken von Anleger:innen und auch von Robo-Advisor häufig vernachlässigt, auch wenn sie einen fundamentalen Effekt auf das Portfolio haben.

EVERGREEN

Es zeigt sich, dass sich in den Musterportfolios der Robo-Advisor einige Risiken befinden. Das ist auch sinnvoll, da das Eingehen von Risiken für das Erwirtschaften von Rendite sorgt. Hinsichtlich Länder- und Währungsallokation reduzieren viele Robo-Advisor die Klumpenrisiken. Eine portfoliotheoretisch nachvollziehbare Entscheidung. Der Umgang mit Währungsrisiken wird bei den meisten Robo-Advisor, wie oft bei der Beratung von Privatanleger:innen jedoch vernachlässigt. Kaum ein Robo-Advisor bietet hier Aufklärung und Alternativen für seine Kund:innen.

Liefern Robo-Advisor Portfolios Mehrwehrt zu einem MSCI World?

Dargestellt wurde, dass sich die Musterportfolios vieler Robo-Advisor hinsichtlich der Risikofaktoren nicht signifikant von normaltypischen passiven Portfolios unterscheiden. Dies zeigte sich bereits in Kapitel 3 a, in dem gezeigt wurde, dass die meisten Anbieter eine passive Faktorallokation bevorzugen. Robo-Advisor reduzieren das passiv-typische US-Klumpenrisiko in abweichenden Maßen. Insgesamt ist der Mehrwert der Portfolios hinsichtlich der Risikofaktoren im Vergleich zu einem einfachen MSCI ACWI Index aber trotzdem überschaubar. Durch beispielsweise aktive Asset Allokation, aber auch gezielte Erweiterungen des Portfolios in Form der passiven enhanced Faktorallokation kann dies jedoch geändert werden. Ob sich solche Abweichungen langfristig auszahlen oder nicht ist dabei natürlich nicht vorhersehbar.



Alle Robo-Advisor auf dem deutschen Markt nutzen in ihren Portfolios Anleihen und Aktien, siehe dazu Kapitel 3 a. Nach allen gängigen Definitionen eines Robo-Advisor ist die Aufgabe der Vermögensverwalter, die Risikopräferenz seiner Nutzer:innen abzufragen und ein passendes Portfolio vorzuschlagen. Dabei nutzen so gut wie alle Robo-Advisor ein einfaches Prinzip: Risikoreiche Anleger:innen bekommen Aktien-lastige Portfolios, Risikoaverse Anleger:innen bekommen Anleihen-lastige Portfolios. Es gilt der Grundsatz: Anleihen sind Rendite- und Schwankungsarm, besonders wenn es sich um Staatsanleihen handelt. Diese können schließlich nicht ausfallen. Was viele Anbieter jedoch übersehen, da die ersten Robo-Advisor erst 2013 starteten und damit lange nach Beginn der europäischen Niedrigzinsphase – ist, dass Anleihen zinssensitiv sind. Dies kann vernachlässigt werden, wenn es keine Zinsen gibt und sich die Zinsen auch nicht verändern. Steigen die Zinsen jedoch, fällt einem dieses Unwissen schnell auf die Füße. Im Jahr 2022 betrug der maximale Verlust aus einem typischen Anleihenportfolio (LU0378818131) für europäische Investor:innen bis zu 19 %, während der Verlust eines MSCI World bei „nur“ -17 % lag (IE00B4L5Y983). Doch in diesem Jahr ändert sich noch etwas anderes: Anleihe ist nicht mehr Anleihe. In der Niedrigzinsphase, getrieben durch Leitzinsen aber auch die umfangreichen Anleihenkaufprogramme der EZB, sanken die Kreditspreads auf ungekannt niedrige Werte. Zahlte eine zweijährige deutsche Staatsanleihe -0,5 % Zinsen, so zahlte eine Unternehmensanleihe etwa 0 % Zinsen, eine geringe Kompensation für ein deutlich höheres Risiko. Es stellte sich ein neues Phänomen ein: Hauptsache lang und risikoreich, sodass man am Ende vielleicht sogar positiv verzinst ist. Das Problem: Langlaufende Anleihen sind besonders zinssensitiv. Zusätzlich zu den gestiegenen Zinsen kommt dann auch noch der gestiegene Kreditspread hinzu. Lag die Differenz vorher bei 0,5 Prozentpunkten, so liegt er inzwischen bereits bei knapp einem Prozentpunkt. Und die Notenbanken haben gerade erst angefangen ihre Anleihenkaufprogramme zurückzufahren – hier wird zukünftig noch viel Bewegung zu erwarten sein. Dies kann für Anleger:innen neue Perspektiven der Geldanlage mit sich bringen aber eines ist klar: Anleihen sind nicht mehr Rendite- und Schwankungsarm, sondern bringen ihr ganz eigenes Risiko mit. Robo-Advisor müssen auf diese Veränderung reagieren. Ein 80 % Anleihen- und 20 % Aktienportfolio ist nicht mehr zwangsweise Risikoärmer als ein 50 % / 50 % Portfolio. Risiko ist nämlich anders als viele Robo-Advisor es darstellen nicht eindimensional, sondern vielschichtig. Das EVERGREEN-Fondsmanagement managet bereits seit vielen Jahren dedizierte Anleihenportfolios.

EVERGREEN

Sektorallokation Anleihenportfolio

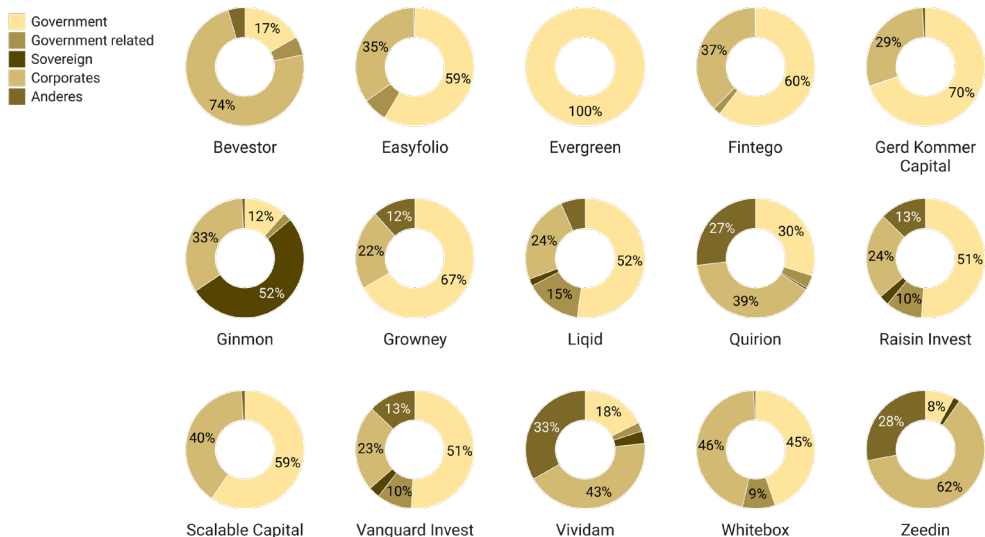


Abbildung 12: Musterportfolio Sektorallokation Anleihen

Grafik: Evergreen GmbH • Quelle: Studie Asset Management im Robo-Advisory 2023 • Erstellt mit Datawrapper

Anhand der Sektorallokation ist erkennbar, dass die meisten Anbieter zwischen 20 % und 40 % Unternehmensanleihen in ihren Anleihenportfolios halten. Die Gewichtung in Globalen Aggregate-Indices beträgt ca. 30 %. Die Anbieter Zeedin und Bevestor stechen mit respektive 60 % und 70 % mit deutlich höheren Quoten an Unternehmensanleihen heraus. Dies bedeutet normalerweise eine Überrendite im Vergleich zu vielen Staatsanleihen, aber auch ein erhöhtes Risiko und eine höhere Korrelation zu Aktien und damit eine geringe Diversifizierung. Der Anbieter EVERGREEN sticht in entgegengesetzter Richtung heraus. Mit einem reinen Staatsanleihenportfolio hat EVERGREEN als einziger untersuchter Robo-Advisor keine Unternehmensanleihen im Portfolio.

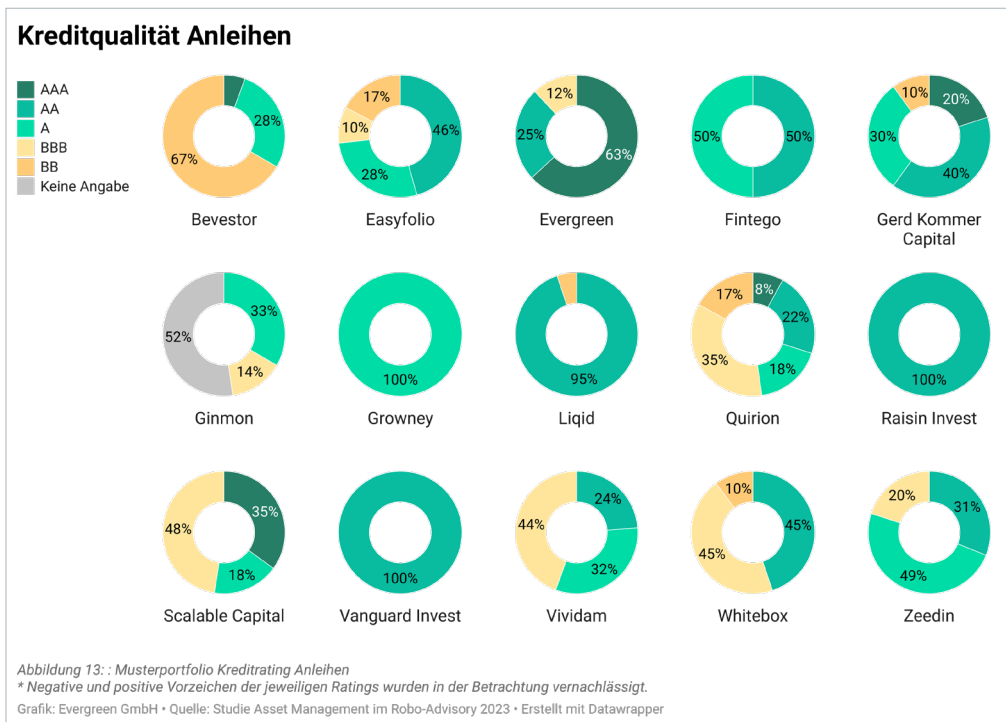


Es stimmt nicht ganz, dass EVERGREEN Portfolios nur aus Staatsanleihen bestehen. Viel mehr separiert EVERGREEN das Zinsrisiko und das Kreditrisiko von Anleihen. Während sichere Staatsanleihen wie Deutschland, Frankreich und USA fast ausschließlich Zinsrisiko inkludieren, umfassen Unternehmensanleihen sowohl Zins- als auch Kreditrisiko, weshalb diese normalerweise auch höhere Renditen erzielen. Dies gilt nur für sichere Staaten mit hoher Bonität. EVERGREEN nutzt eine dynamische Steuerung der Aktien-, Anleihen- und Cashquote, um die Diversifizierungseffekte der Assetklassen optimal kombinieren zu können. Da das Kreditrisiko von Unternehmensanleihen stark mit Aktien korreliert, schwächt es die Diversifikation. Das heißt aber nicht, dass EVERGREEN keine Kreditrisiken in seinen Portfolios inkludiert. Viel mehr wird das Risiko losgelöst von der Anleihenquote betrachtet.

EVERGREEN



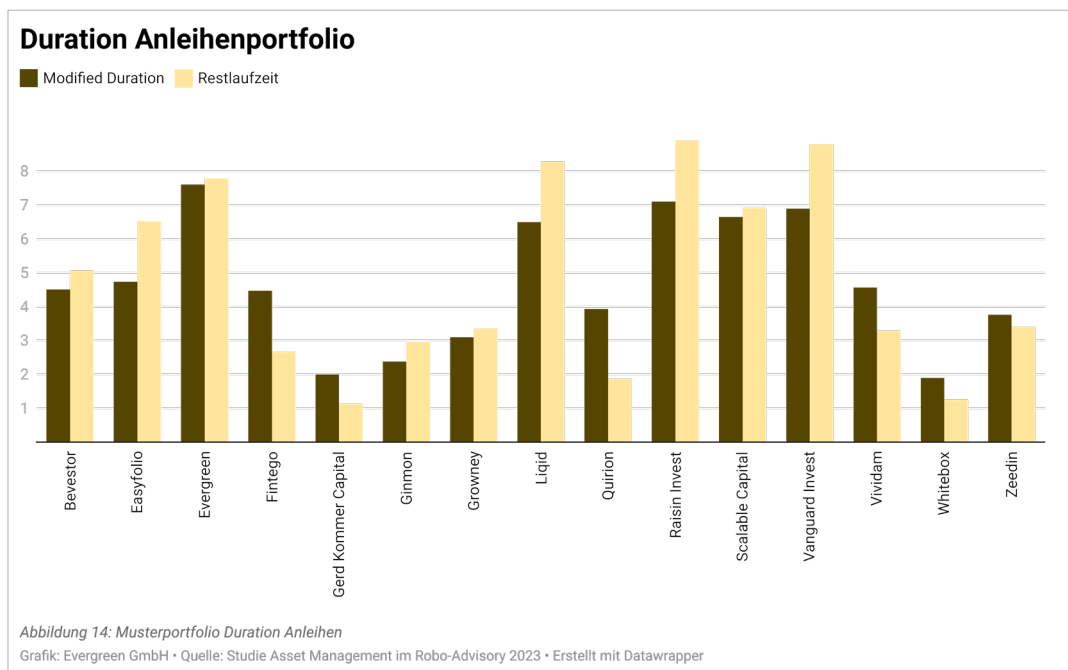
Mehr Informationen dazu finden sich im Whitepaper zum EVERGREEN Investmentprozess:
links.evergreen.de/pdi



Genauer noch als durch eine Sektor-Analyse kann das Kreditrisiko durch eine Kreditrating-Analyse betrachtet werden. Die Sektor-Analyse ist besonders hilfreich hinsichtlich der Betrachtung der Diversifikation zu Aktien. Unternehmensanleihen, besonders sogenannte High Yield Investments sind positiv korreliert zu Aktien. Das Kreditrating gibt an, wie hoch die Ausfallwahrscheinlichkeit eines Emittenten ist. AAA ist dabei das beste Rating, während je nach Skala C oder C- das schlechteste Rating ist. Je schlechter das Rating, desto höher ist für gewöhnlich die Rendite, da die Emittenten der Anleihen mehr Zinsen für den Kredit zahlen müssen.

Die meisten Anbieter befinden sich im Durchschnitt im Bereich von A bis AA. Es handelt sich insgesamt eher um sichere Produkte. Die Asset Allokation von EVERGREEN und Scalable Capital sieht sogar einen deutlich höheren Anteil an AAA Anleihen vor. Der Anteil an sicheren Staatsanleihen ist hier besonders hoch. Anbieter wie vividam, Whitebox, Scalable Capital und Quirion haben ebenfalls einen hohen Anteil an BBB Anleihen, was für ein deutlich höheres Risiko spricht. Interessanterweise liegt das durchschnittliche Rating von Zeedin trotz des hohen Unternehmensanleihen-Anteils deutlich höher als bei vielen anderen Robo-Advisor.

Besonders der Anbieter Bevestor sticht mit einem hohen Anteil an BB Anleihen heraus. Bei Anleihen mit einem Rating unter BBB- redet man meist von High Yield Anleihen, d. h. Anleihen mit hohem Risiko, aber auch hohen Renditen. Damit übersteigt das Risiko des Bevestor Portfolios das der anderen Anleihenportfolios deutlich. Auch sind High Yield Anleihen deutlich höher korreliert zu Aktien als andere Anleihen.

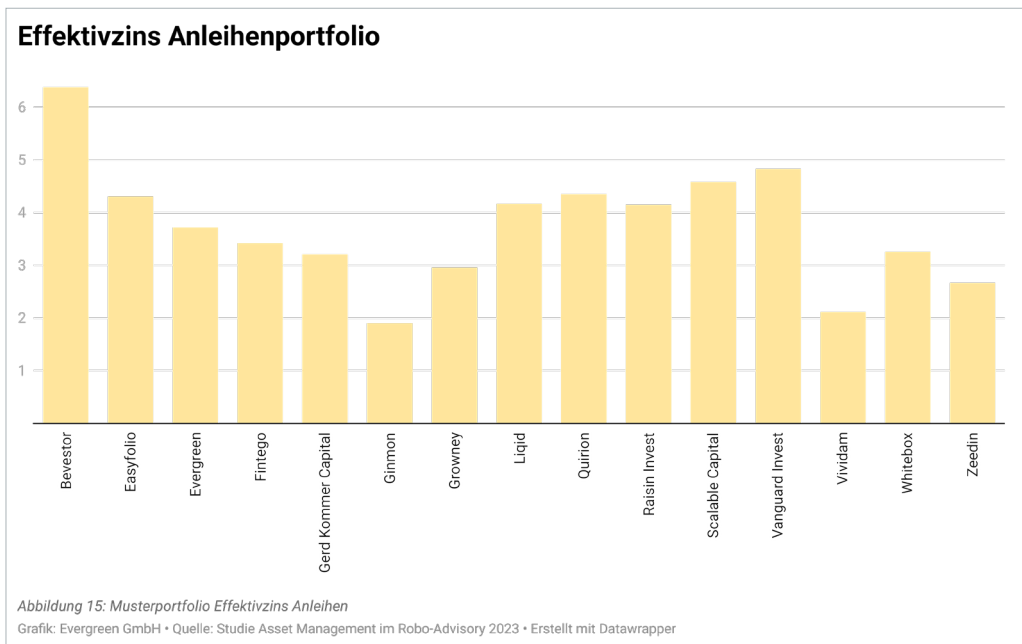


Neben dem Kreditrisiko ist die Zinssensitivität der wesentlichste Risikofaktor bei Anleihen. Die Zinssensitivität ist eng verbunden mit der Restlaufzeit und wird anhand der Modified Duration gemessen. Eine Modified Duration von 1 % sagt dabei aus, dass der Preis der Anleihe um 1 % sinkt, wenn die Zinsen um 1 % steigen. Der genaue Zusammenhang zwischen Modified Duration und Restlaufzeiten wird in dieser Studie übersprungen, im Allgemeinen gilt, dass eine lange Restlaufzeit eine hohe Modified Duration und damit eine hohe Zinssensitivität beinhaltet. Hierzu gibt es Ausnahmen, diese werden zur Vereinfachung vernachlässigt.

Die Modified Duration der Anleihenportfolios schwankt signifikant. Hierbei gilt es jedoch zu beachten, dass die Modified Duration lediglich auf das Anleihenportfolio gerechnet ist. Liegt die Modified Duration beispielsweise bei 4 %, so bedeutet dies ein Verlust des Anleihenportfolios von 4 % bei einem Zinsanstieg von 1 %. Ist der Anleihenanteil im Gesamtportfolio jedoch nur 50 %, so bemisst sich der Verlust auf das Gesamtportfolio auf nur 2 %. Besonders bei Portfolios mit dynamischer Assetquotensteuerung kann sich das Durationsrisiko im Laufe der Zeit deutlich ändern.

EVERGREEN weist mit 7,6 % die höchste Modified Duration im reinen Anleihenportfolio auf, gefolgt von Raisin Invest, Vanguard Invest, Scalable Capital und Liquid, welche alle über 6 % liegen. Eine weitere Reihe von Anbietern liegt zwischen 4 % und 5 % und eine letzte Gruppe bei um die 2 %.

Je höher die Modified Duration, umso höher die Zinssensitivität. Aufgrund der Zinsstrukturkurve bedeutet eine höhere Restlaufzeit und daher meist auch Modified Duration jedoch auch attraktivere Zinsen. Das heißt umso länger die Kreditlaufzeit, desto höher die Zinsen. Dies gilt in den allermeisten Fällen, wobei es im Jahr 2022 zu dem interessanten Phänomen der invertierten Zinskurve kam. Dabei kommt es aufgrund rapider Zinsanstiege dazu, dass es für einen kürzeren Kredit höhere Zinsen geben kann als für einen längeren Kredit. Dies ist jedoch selten und meist nicht von langer Dauer.



Die Effektivverzinsung des Anleihenportfolios stellt das Ergebnis all der aufgenommen Risiken im Portfolio dar. Es kombiniert Zins- und Kreditrisiko über alle Laufzeiten und Strukturen hinweg in eine Zahl, die gleichzeitig die langfristige Rendite zu einem gegebenen Zeitpunkt ausdrückt. Anhand der Effektivverzinsung kann das Gesamtrisiko des Portfolios bewertet werden, nicht jedoch, woher dieses Risiko kommt oder welcher Art es ist.

Die Effektivverzinsung beinhaltet ebenfalls Währungskomponenten, die bisher nicht betrachtet wurden. Die meisten Anleihenportfolios investieren in globale Anleihen. Jedoch ist es für Anleihenportfolios unüblich, Währungsrisiken zu haben, da die Währungsschwankungen die Anleihenschwankungen dominieren würden. Dies unterscheidet viele Anleihenfonds von Aktienfonds, die meist ungesicherte Währungsrisiken beinhalten (siehe Abbildung 11: Musterportfolio Währungsallokation Aktien). Daher handelt es sich bei Anleihenfonds meist um sogenannte „EUR Hedged“ Produkte, d. h. Fonds, die in Fremdwährungen investieren, sich jedoch gegen die Wertschwankungen absichern. Doch welchen Einfluss haben Währungen auf die Effektivverzinsung? Das generelle Zinsniveau ist für jede Währung unterschiedlich. Während das Zinsniveau in EUR Ende 2022 bei ca. 2 % lag, so befand sich das Zinsniveau in den USA bei knapp 4 %. Man könnte meinen, dass es sich daher lohnen würde, in USD-Anleihen zu investieren, welche 4 % Rendite erzielen und dann das Währungsrisiko abzusichern. Dies ist jedoch ein Irrtum. Denn die Kosten der Währungsabsicherung entsprechen in diesem Fall ungefähr der Zinsdifferenz. Das Prinzip nennt sich Arbitragefreiheit. D. h. es spielt kaum eine Rolle für das allgemeine Zinsniveau, ob in EUR oder Fremdwährungen investiert wird, solange die Fremdwährungsrisiken abgesichert werden. Die Effektivverzinsung wird aber meist vor Hedge angegeben. D. h. es entspricht der Rendite, die erzielt werden würde, wenn kein Währungshedge angewendet wird. Daher kann die Effektivverzinsung irreführend sein, wenn viele Fremdwährungspositionen eingegangen werden, die am Ende jedoch abgesichert werden.

Zum Zeitpunkt der Studie lag die Verzinsung der meisten Robo-Advisor zwischen 3 % und 4,5 %. Dies ist aufgrund der enormen Zinsbewegungen eine reine Momentaufnahme. Es dient daher ausschließlich der Veranschaulichung der Gesamtrisiken.

So sticht beispielsweise Bevestor hervor. Aufgrund des hohen Kreditrisikos erzielt Bevestor eine hohe Verzinsung trotz geringer Zinsrisiken. Dafür setzt sich Bevestor einem hohen Ausfallrisiko sowie einer hohen Korrelation zu den Aktienmärkten aus. Sollten sich die Kreditspreads weiter auseinander bewegen, so wird Bevestor an dieser Bewegung überdurchschnittlich stark verlieren.

Es zeigt sich, dass Anbieter wie Ginmon, Zeedin oder Vividam trotz erhöhter Kreditrisiken keine Überrendite erzielen, da sie ein sehr geringes Zinsrisiko eingehen. Ein Effekt, der sich im Jahr 2022 aufgrund der Zinsbewegung sehr positiv ausgewirkt hat. Langfristig bedeutet dies allerdings auch, dass diese Anbieter weniger stark an den gestiegenen Zinsen profitieren, wenn sie ihr Portfolio nicht anpassen.

Wie stehen Robo-Advisor nun hinsichtlich der Zinswende dar? Im Allgemeinen sind die Portfolios der Robo-Advisor stark an diversifizierte Global Aggregate Anleihenportfolios ausgerichtet. Dies zeigt sich anhand der Effektivverzinsung. Portfolios mit höheren Anteilen an Unternehmensanleihen und daher oftmals auch höheren Anteilen an Kreditrisiken besitzen meist geringere Restlaufzeiten. Gleiches gilt andersherum, weshalb die Effektivverzinsung ähnlich ist.

Robo-Advisor, welche in 2022 bereits eine hohe Restlaufzeit und Modified Duration hatten, haben unter der Zinsbewegung stark gelitten. Im Gegenzug kann nun vom gestiegenen Zinsniveau profitiert werden. Robo-Advisor, die bisher eine niedrige Restlaufzeit hatten, sollten überlegen, ihr Zinsexposure zu erhöhen, um langfristig nicht von zinsstärkeren Portfolios abgehängt zu werden. Jedoch ist auch der Zinsanstiegszyklus noch lange nicht beendet, wenn man den Zentralbanken glauben kann.



Die Notenbanken sind längst nicht am Ende ihres Zinserhöhungszyklus, auch wenn die Hoffnung derzeit besteht, dass sich angesichts sinkender Inflationszahlen zumindest die Geschwindigkeit der Erhöhungen verringert. Anders ist es jedoch bei den Anleihekaufprogrammen. Ende September 2022 belief sich der Bestand aufgekaufter Anleihen auf rund 3.256 Milliarden Euro. Die Anleihekaufprogramme stehen generell in der Kritik. Es wird diskutiert, ob die Kaufprogramme in den letzten Jahren überhaupt einen Effekt hatten. Ungeachtet dieser Frage gibt es jedoch keinen volkswirtschaftlichen Grund, die Bestände weiterhin zu halten. Hierbei wird oft ein Sucht-Vergleich gezogen: Die Märkte haben sich an die Liquidität, die immer wieder erneuert wird, gewöhnt. Der Entzug könnte schmerzhaft werden. Dies wird risikoreichere Anleihen deutlich stärker treffen als risikoarme, da die Liquidität meist in den niedrigen Risikostufen angesiedelt ist. Das bedeutet, dass sich die Kreditspreads signifikant weiten würden. Auf Staatsebene trifft dies insbesondere Staaten wie Italien und Griechenland. Jedoch auch Unternehmensanleihen allgemein.

EVERGREEN

c Asset-Management-Methoden der Robo-Advisor im Detail

Fintego: passiv & statisch

Mit dem Fintego Managed Depot investieren Anleger:innen in ETF verschiedener Anlageklassen (Aktien, Anleihen, Rohstoffe) und Märkte. Je nach Risikobereitschaft, Anlagezeitraum und -Ziel, kann aus einem Spektrum zwischen defensiven Strategie (10 % Aktien, 90 % Anleihen) und aggressiven „Ich will alles“- Strategien (90 % Aktien, 10 % Rohstoffe) gewählt werden. Wenn sich die Asset-Gewichtung in den Kundenportfolios um plus/minus 15 Prozent ausgehend von der ursprünglich festgelegten Quote verschiebt, wird das Rebalancing automatisch vom Robo-Advisor in allen Kundenportfolios mit gleicher Risikokennzahl durchgeführt (European Bank for Financial Services GmbH, ebase, 2022).

Visualvest: passiv & statisch

Visualvest bietet breit gestreute Anlagestrategien in sieben unterschiedlichen Risikostufen an, die sich jeweils in ihrer Asset-Allokation unterscheiden: Mit VestFolio 1 wird vermehrt in risikoarme Anleihe- und Geldmarktfonds investiert, mit VestFolio 7 in risikoreichere Aktien- und Rohstofffonds. Die Investitionen der Kund:innen werden dabei auf bis zu acht unterschiedliche ETF aus vier Anlageklassen (Aktien, Anleihen, Rohstoffe und Geldmarkt) aufgeteilt. Bei Überschreitung eines definierten Schwellenwerts, wird automatisch ein Rebalancing durchgeführt und das Portfolio an die ursprüngliche Aufteilung der Anlageklassen angepasst (VisualVest GmbH, 2022).

Quirion: passiv & statisch

Bei Quirion können Kund:innen in ein global diversifiziertes ETF-Portfolio investieren, das bis zu 8.000 Aktien und 2.000 Anleihen umfasst. Zur Auswahl stehen elf Anlagestrategien, bei denen die risikoärmste keine Aktien und die risikostärkste 100 % Aktien enthält. Ein Rebalancing dieser statischen Allokation wird bei Quirion jährlich und auch bei Überschreitung bestimmter Schwellenwerte durchgeführt. Zusätzlich werden drei verschiedene Servicepakete angeboten, für die jährliche Verwaltungsentgelte von 0,46 %, 0,84 % und 1,20 % verlangt werden. Der Vorteil des Premium oder Privat Pakets liegt gegenüber der klassischen Variante (Quirion digital) zum Beispiel in der persönlichen Beratung per Telefonat oder vor Ort.

Gerd Kommer Capital: passiv enhanced & statisch

Mittels eines Fragenkatalogs wird Gerd Kommer Capital Kund:innen eine auf das individuelle Risikoprofil passende Asset-Allokation vorgestellt. Ein Rebalancing dieser erfolgt immer dann, wenn ein Schwellenwert über- oder unterschritten wird. Bei Gerd Kommer Capital wird auf eine langfristig positive Entwicklung der globalen Marktwirtschaft gesetzt und eine Spekulation auf einzelne Branchen oder Länder ausgeschlossen. Darüber hinaus beinhaltet der Investmentansatz jedoch die Nutzung von Faktorprämien, bzw. Smart Beta Investing. Das Ziel dabei ist es, unter Berücksichtigung eines spezifischen Faktors, eine Übergewichtung mit Aussicht auf eine Überrendite zu erzielen (Gerd Kommer Capital GmbH, 2022).

Ginmon: passiv enhanced & statisch

Ginmon bietet zehn Anlagestrategien, die sich im jeweiligen Verhältnis ihrer Asset-Allokation unterscheiden. Kund:innen können sich je nach Risikotoleranz für eine hohe oder weniger hohe Aktienquote entscheiden. Diese bleibt statisch und wird durch Rebalancing bei Abweichungen angepasst. Mittels ETF investiert Ginmon in die breite Weltwirtschaft, die dabei berücksichtigten

Anlageklassen sind Aktien, Anleihen, Immobilien und Rohstoffe. Zusätzlich wird Faktor Investing angewandt: Nach eigener Angabe werden die Faktoren des Fama/French 3-Faktor Modells bevorzugt und das angelegte Vermögen vermehrt in Small Cap und Value Unternehmen investiert (Ginmon Vermögensverwaltung GmbH, 2022).

Investify: passiv enhanced & statisch

Der Anbieter investiert weltweit breit gestreut in Aktien und Anleihen, die über ETF abgebildet werden. Zusätzlich kann ein Themeninvestment gewählt werden. Der Themen-Anteil darf dabei insgesamt 40 % des Portfolios ausmachen, jedes Einzel-Thema nur 10 %, um Klumpenrisiken zu vermeiden. Wenn möglich werden bei Umsetzung dieser Themen ETF eingesetzt. Um jedoch eine möglichst individuelle Geldanlage zu ermöglichen, kann auch auf aktiv gemanagte Fonds zurückgegriffen werden, bis ein passives Äquivalent zu dem gewünschten Fokus auf den Markt kommt. Investify arbeitet mit einer statischen Asset-Allokation: Für jede mögliche Risikoklasse werden prozentuale und absolute Schwellenwerte festgelegt, bei deren Über- oder Unterschreitung ein intelligentes Rebalancing veranlasst wird. Intelligent, da Kundenwünsche wie Ein- oder Auszahlungen mit dem Rebalancingprozess verknüpft werden sollen (investify S.A, 2022).

Whitebox: passiv enhanced & statisch

Bei der Value-Investing Strategie von Whitebox wird für Wertpapiere ein innerer Wert berechnet. Fällt dieser höher aus als der derzeitige Marktpreis, gilt das Wertpapier als unterbewertet. Es wird bei einer Investition in unterbewertete Anlagen davon ausgegangen, dass sich der Marktpreis langfristig dem eigentlichen Wert anpasst. Whitebox bietet vier verschiedene Strategien an, wobei zwei aktiv und zwei passiv gemanagt werden. In den Portfolios können folglich sowohl ETF als auch aktive Fonds verwendet werden, die wiederum Aktien, Anleihen, Immobilien, Rohstoffe sowie Cash umfassen. Für jede Strategie kann eine Risikostufe ausgewählt werden. Für jede Risikostufe ist eine Abweichungsbandbreite definiert, bei dessen Überschreitung das Portfolio mittels Rebalancing auf die Soll-Struktur zurückgeführt wird (Whitebox GmbH, 2022).

Zeedin: passiv enhanced & statisch enhanced

Bei Zeedin kann zwischen einer fondsgebundenen, einer klassischen Einzeltitel- oder einer ethischen Einzeltitel-Vermögensverwaltung gewählt werden. Die jeweilige Strategie kann anschließend individuell in der Asset-Allokation verändert sowie um chancenreiche Aktientitel erweitert werden. In den Portfolios des Robo-Advisor Zeedin ist die Asset Allokation grundsätzlich statisch ausgerichtet. Trotzdem behält sich der Anbieter vor, bei Aktien und Gold, wenn es notwendig ist, bis zu plus minus 30 % von der ursprünglichen Quote abzuweichen. Es wird angegeben, dass die Asset Allokation auf Basis eines quantitativen Modells mindestens einmal im Monat überprüft, und gegebenenfalls taktisch angepasst wird. Das Ausmaß der Abweichung hängt dabei von der qualitativen Einschätzung der Märkte ab. Obwohl die Geldanlagen bei Zeedin breit diversifiziert werden, zeugt die optionale Anreicherung des Portfolios mit spezifischen Einzeltiteln oder nach Faktoren von einem passiv enhanced Ansatz (Hauck Aufhäuser Lampe Privatbank AG, 2022).

Bevestor: passiv enhanced & statisch enhanced

Bei Bevestor stehen fünf Anlagestrategien zur Wahl, die sich in ihrer Aktien- und Anleihenquote unterscheiden. Der Robo-Advisor Bevestor bietet einen Anlageschutz als Zusatzoption an, der bei stark fallenden Märkten in Form einer Umschichtung des sonst statisch ausgerichteten Portfolios greift. Dabei werden riskante Teile des Portfolios gegen sicherheitsorientierte Fonds eingetauscht.

Zusätzlich kann das Portfolio mit Einzeltitel aus spezifischen Anlagethemen nach individuellen Wünschen ausgerichtet werden. Dabei nennt der Anbieter Trends oder Sektoren, wie unter anderem Industrie 4.0 oder Infrastruktur (Bevestor GmbH, 2022).

Estably: aktiv & statisch

Der Robo-Advisor Estably wendet eine Value Investing Strategie an und wählt seine Einzeltitel unter Berücksichtigung des Aktienpreises im Verhältnis zu dem tatsächlichen Wert eines Unternehmens aus. Das bedeutet, dass die Expert:innen hinter Estably nach umfangreicher Recherche einen Wert für ein potentielles Unternehmen festlegen. Dabei werden beispielsweise die Qualität des Geschäftsmodells und die Wettbewerbschancen begutachtet. Sollte dieser definierte Wert dann unter dem aktuellen Preis, zu dem die Aktie gehandelt wird, liegen, lohnt sich eine Investition in das Unternehmen dahingehend, als dass davon ausgegangen wird, dass sich der Preis dem Wert auf lange Sicht anpassen wird. In der klassischen Modern-Value Strategie, die Estably anbietet, stehen Kund:innen fünf Strategien zur Auswahl, die sich in ihrer Aktienquote unterscheiden und somit als mehr oder weniger riskant gelten (Estably Vermögensverwaltung AG, 2022).

Inyova: aktiv & statisch

Inyova möchte in Form von Impact-Investing eine messbare soziale und ökologische Wirkung erzielen. Obwohl bei Inyova auch ETF Verwendung finden, liegt der Fokus auf der aktiven Einzeltitelauswahl unter Nachhaltigkeitskriterien, die laut eigener Aussage deutlich über geläufige ESG-Kriterien hinausgehen. Entscheidend ist, dass jede:r Anleger:in bei Inyova selbst festlegen kann, in welche Themen er:sie investieren möchte. Auf dieser individuellen Auswahl basierend, stellt der Robo-Advisor ein Portfolio zusammen, das mindestens 30 verschiedene Aktien enthält, die weltweit verteilt sind. Gleichzeitig wird je nach Risikopräferenz der Anleger:innen eine statische Asset-Allokation festgelegt. Ein Rebalancing wird bei starken Gewichtungsveränderungen von Ländern und Unternehmen in den Aktien durchgeführt. Mindestens einmal im Jahr wird routinemäßig ein Rebalancing durchgeführt (Inyova Impact Investing GmbH, 2022).

Vividam: aktiv & statisch

Bei Vividam wird in aktive Fonds investiert, die eine positive Wirkung auf Gesellschaft und Umwelt erzielen sollen. Dabei orientiert sich der Anbieter an den 17 UN SDGs. Auf Basis wissenschaftlicher Modelle wird zunächst eines von vier möglichen Risiko-Profilen für Kund:innen errechnet, das, je nach Risikotoleranz, eine Aktienquote zwischen 30 und 100 Prozent vorgibt. Bei Vividam wird der Grundsatz der Risikostreuung verfolgt, das Vermögen wird also weltweit verteilt, auf die verschiedenen Anlageklassen Aktien, Anleihen, Immobilien (Vividam powered by FAM.digital & niio.finance, 2022).

Solidvest: aktiv & statisch enhanced

Für die Auswahl der Einzeltitel in den Portfolios von Solidvest ist eine Research Abteilung innerhalb der DJE Kapital AG verantwortlich. Die Einzeltitelkriterien beachten dabei Faktoren wie Dividendenrendite, Substanz und die Variabilität des Unternehmens. Solidvest bietet vier Anlagestrategien an, die sich in ihrer Gewichtung der Assetklassen unterscheiden. Auch wenn die Asset Allokation grundlegend statisch ist, können die Portfoliomanager börsentäglich Änderungen an den Portfolios vornehmen und beispielsweise dann die Cash-Quote erhöhen, wenn sich die Aktienmärkte deutlich verschlechtern (Solidvest, 2022).

Smavesto: passiv enhanced & dynamisch

Der Robo-Advisor Smavesto setzt auf eine passive Faktor-Allokation, es können jedoch sogenannte Nebenbedingungen (Themenfokusse) gewählt werden, wie z. B. Emerging Markets. Smavesto gibt an, die Gewichtung der verschiedenen Anlageklassen dynamisch auf Basis von intelligenter Finanztechnologie zu vollziehen, um somit auf sich stetig verändernde Marktsituationen reagieren zu können. Ein Algorithmus errechnet dabei auf Basis der jeweiligen Marktsituation fortlaufend 100.000 Portfolios mit einer profitablen Ertrags-Risiko-Struktur. Bei jeder Neu-Gewichtung der Anlage-Klassen, sucht der Algorithmus unter den 100.000 errechneten Portfolios jenes aus, das mit der angegebenen Risikoneigung der Kund:innen übereinstimmt. Bei Smavesto gibt es laut eigener Angabe 34 Risikoabstufungen und durch die Bestimmung von Nebenbedingungen insgesamt 200 mögliche Portfoliokonstruktionen für Anleger:innen (Smavesto GmbH, 2022).

Warburg Navigator: passiv enhanced & dynamisch

Der Robo-Advisor Warburg Navigator möchte eine Überrendite zum Markt erzielen, indem die Aktienquote und die Gewichtung anderer Anlageklassen taktisch angepasst werden. Dabei entscheidet nicht nur ein Algorithmus, sondern auch makroökonomische Prognosen sowie Volkswirte und Analysten. Darüber hinaus allokiert Warburg Navigator einen Teil des Portfolios über Themenfonds in Megatrends, für die der Anbieter eine ebenfalls überdurchschnittliche Wertentwicklung voraussagt (M.M.WARBURG & CO, 2019).

Scalable Capital: passiv enhanced & dynamisch

Anleger:innen stehen bei Scalable Capital 23 Risikokategorien zur Verfügung, die zwischen 3 Prozent und 25 Prozent Verlustrisiko liegen. Investiert wird über ETF in bis zu acht Anlageklassen und in bis zu 90 Länder. Zusätzlich bietet Scalable Capital Strategien mit spezifischem Anlagefokus wie zum Beispiel Megatrends oder Krypto an. Die Portfolios bei Scalable Capital werden mit intelligenter Technologie durchgehend überwacht. Mit Hilfe von Simulationen, in die die jeweilige Marktphase sowie die derzeitige Portfoliozusammensetzung miteinkalkuliert wird, werden zunächst Wertentwicklungsszenarien generiert. Die Asset-Allokation wird automatisch gemäß der vorher definierten Risikobereitschaft angepasst, wenn sich die Marktsituation nachhaltig verändert (Scalable Capital GmbH, 2022).

Cominvest: aktiv & dynamisch

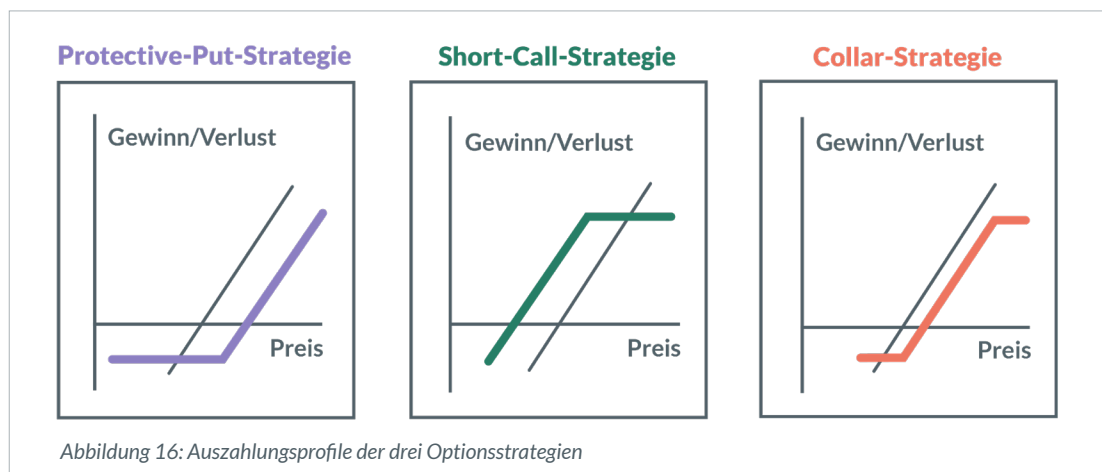
Cominvest bietet je nach individueller Risikoneigung fünf verschiedene Strategien an. Angelegt wird zwar in ETF, die Auswahl der berücksichtigten Wertpapiere ist jedoch umfangreich: Der Robo-Advisor filtert mit Hilfe seines Algorithmus die bestmöglichen Wertpapiere aus einem Anlageuniversum. Anschließend wird für jedes einzelne Wertpapier auf Basis historischer Daten ein Index-Score festgelegt, sodass sich die Wertpapiere miteinander vergleichen lassen. Es werden schließlich nur die Wertpapiere in Erwägung gezogen, die in diesem Ranking sehr gut abschneiden. In einem letzten Schritt kontrollieren Fondsmanager:innen diese Vorauswahl. Der Ansatz ist dahingehend aktiv und sowohl systematisch als auch diskretionär. Darüber hinaus verspricht Cominvest, die Portfolios nicht nur zu diversifizieren, sondern regelmäßig zu kontrollieren, ob die Portfoliostruktur noch zur aktuellen Marktsituation passt. Mit Hilfe eines Investment-Algorithmus analysiert der Robo-Advisor die Wertpapiermärkte und leitet daran Trends ab. Wenn sich bestimmte Anlageklassen dann besser als andere entwickeln, soll eine Umschichtung des Depots erfolgen (Comdirect, 2022).

EVERGREEN: passiv & dynamisch

EVERGREEN ist ein Beispiel für einen Robo-Advisor mit aktivem Risikomanagement. Dazu nutzt EVERGREEN zwei hauseigene Fonds - den sicherheitsorientierten Evergreen PDI Yin und gewinnorientierten Evergreen PDI Yang. Beide Fonds sind OGAW Fonds nach deutschem Recht und mit ISIN registriert, wodurch Anleger:innen diese auch ohne einen Account bei EVERGREEN über herkömmliche Broker handeln können.

Anders als andere Anlageprodukte haben die Fonds Evergreen PDI Yin und Evergreen PDI Yang dynamische Aktien- und Anleihenquoten, im Gegensatz zu meist statischen Quoten wie bei ETFs und den meisten Aktiven Fonds. Dynamisch bedeutet, dass sich, abhängig von Marktphasen, die Allokation zwischen Aktien und Anleihen verändern kann. Im Corona Crash beispielsweise minimierte EVERGREEN den Aktienanteil seiner Fonds stark, um Verluste für Anleger:innen zu reduzieren. Die Allokationssteuerung wird dabei durch die selbstentwickelte Risiko-Overlay-Strategie Passive Dynamic Investing (PDI) gesteuert.

Beim Passive Dynamic Investing (PDI) Ansatz handelt es sich um eine optionsbasierte, prognosefreie Wertsicherungsstrategie, bei der jedoch keine physischen Optionen zum Einsatz kommen. Optionsbasierte Wertsicherungsstrategien kombinieren Kaufoptionen (Call) oder Verkaufsoptionen (Put) mit Wertpapieren, um asymmetrische Auszahlungsprofile zu erzeugen. Die nichtlineare Entwicklung des Options-Derivates ermöglicht Strukturen wie Kapitalschutz oder Renditeoptimierung. Eine gängige optionsbasierte Wertsicherungsstrategie ist die sogenannte Collar-Strategie, welche – wie der Name vorgibt – einen Gewinn- und Verlustkorridor definiert.



Die Collar-Strategie kombiniert die Protective-Put-Strategie mit dem Verkauf von Out-Of-The-Money Call-Optionen. Durch den Prämienerslös der verkauften Calls kann die Put-Strategie zum Großteil oder sogar komplett finanziert werden. Der Protective-Put definiert somit eine feste Wertuntergrenze, welche vor Verlusten schützt, während der Short-Call eine Wertobergrenze definiert, welche die Gewinne begrenzt.

Die PDI Wertsicherungsstrategie von EVERGREEN basiert auf einer solchen Collar-Strategie, welche um zwei zusätzliche Elemente erweitert wird. Eine Collar-Strategie wird auf ein definiertes Underlying angewendet. Im Falle von EVERGREEN ist dieses Underlying ein global diversifiziertes Universum von Aktien, Anleihen und Cash, welches über Indizes dargestellt wird. Anstatt Collar-Strategien über mehrere Assets oder Assetklassen aufzubauen, wird das global diversifizierte Universum zuerst in die drei Assetklassen (Aktien, Anleihen und Cash) eingeordnet, welche dann über eine Multi-Asset-Option zu einem Underlying zusammengefasst werden. Diese Multi-Asset-Option liegt der Collar-Strategie zugrunde. Es folgt eine zusätzliche Zeitdiversifikationskomponente über eine zeitliche Staffelung der Optionen, welche die Dynamik der PDI Wertsicherungsstrategie stabilisiert. Handelstächlich wird hier eine neue Optionsstruktur mit einer Restlaufzeit von einem Jahr hinzugefügt.

Die praktische Umsetzung der Optionsstruktur erfolgt dabei synthetisch, das heißt, dass keine realen Optionen gehandelt werden, sondern nur das Auszahlungsprofil mit Hilfe hochliquider Futures repliziert wird. Das Prinzip der Replikation beruht auf der Beobachtung, dass das Auszahlungsprofil bzw. die Marktreakibilität von Derivaten (wie z. B. Optionen) nur mithilfe der Underlying des Derivates, d. h. des zugrundeliegenden Wertes, repliziert werden können. Eine solche Replikation ist dann sinnvoll, wenn hohe Transaktionskosten am Optionsmarkt reduziert werden sollen. Weiterhin ist Replikation von Nutzen, wenn die gewünschten Optionsparameter am Markt schwer oder eben gar nicht handelbar sind. Auch häufig rollierende Strategien können synthetisch günstiger sein. Der Vorteil von Futures in einer solchen Strategie liegt dabei in ihren geringen Kosten und ihrer hohen Liquidität – diese ist notwendig, um schnell auf jede Marktbewegung reagieren zu können, besonders in Krisenzeiten.



Mehr Informationen dazu finden sich im Whitepaper zum PDI Ansatz von EVERGREEN:
links.evergreen.de/pdi

4 Nachhaltigkeit

- Da Standards wie Taxonomien oder die SFDR-Offenlegungsverordnung für die meisten Robo-Advisor nicht greifen, bleibt Nachhaltigkeit in der Branche ein werbegetriebenes Thema.
- Über 65 % der Anbieter bietet neben der klassischen Anlagestrategie eine zusätzliche Nachhaltigkeitsoption an, bei der i. d. R. die klassische ETF-Strategie mit nachhaltigen ETF dupliziert wird. Robo-Advisor können dabei keine eigenen Nachhaltigkeitskriterien abbilden.
- 15 % der Anbieter verfügen über ein ganzheitlich nachhaltiges Geschäftsmodell.

a Nachhaltigkeit der Robo-Advisor

Was bedeutet Nachhaltigkeit für Robo-Advisor?

In der Asset Management-Branche hat das Thema Nachhaltigkeit über die letzten Jahre außerordentlich an Relevanz gewonnen. Die wachsende Popularität von Nachhaltigkeit im Finanzsektor ist sowohl an den gesellschaftlichen Wandel in Richtung eines verstärkten Umweltbewusstseins geknüpft als auch politisch gewollt: 2015 veranlasste die EU beim Pariser Klimaabkommen, dass Kapitalmärkte vermehrt auf nachhaltige Investitionen ausgerichtet werden, im Rahmen des Green Deals 2018 hat die EU-Kommission eine Agenda für nachhaltige Finanzen erstellt, die den Übergang des Finanzsystems zu einer nachhaltigen Wirtschaft stützen soll (European Commission, 2018; 2022). Seit August sind Vermögensverwalter wie Robo-Advisor nun auch verpflichtet, beim Vertrieb von Finanzprodukten Nachhaltigkeitspräferenzen der Kund:innen abzufragen (Bankenverband, 2022).

Der Begriff Nachhaltigkeit als Werbemaßnahme

Bei 20 von 26 Anbietern wird Nachhaltigkeit auf der Website beworben.

■ WAHR ■ FALSCH

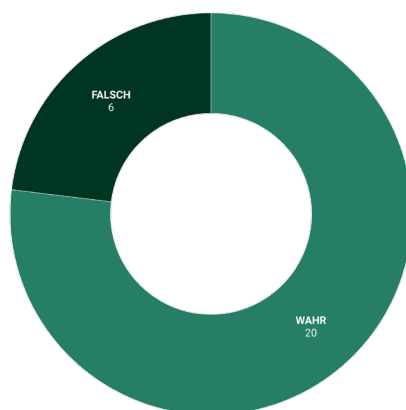


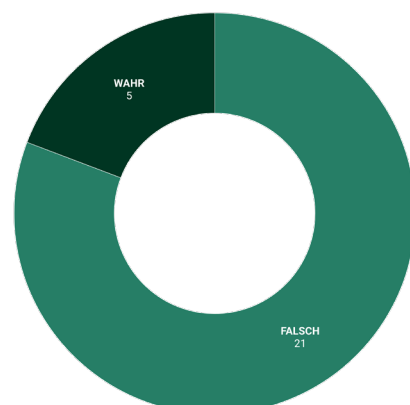
Abbildung 17: Nachhaltigkeit in der Außenkommunikation

Grafik: Evergreen GmbH • Quelle: Studie Asset Management im Robo-Advisory 2023 • Erstellt mit Datawrapper

Der Begriff Impact-Investing als Werbemaßnahme

Insgesamt fünf von 26 untersuchten Roboter-Advisor nutzen den Begriff Impact-Investing auf ihrer Website.

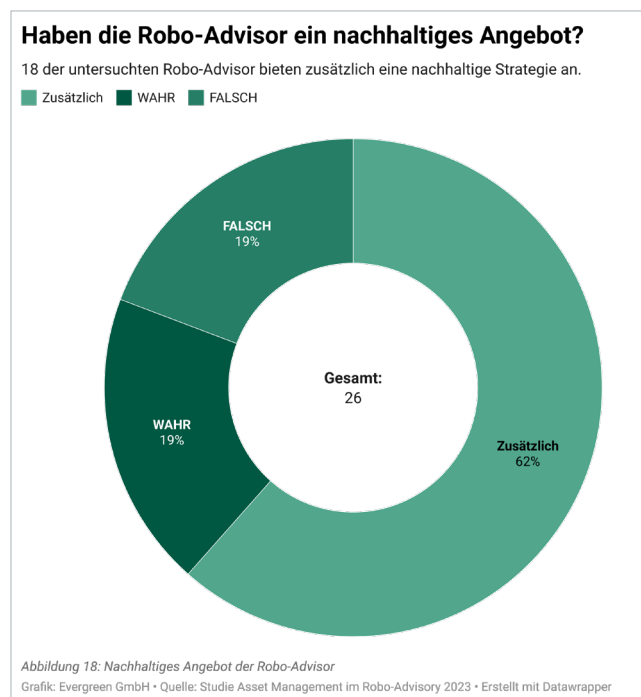
■ FALSCH ■ WAHR



Grafik: Evergreen GmbH • Quelle: Studie Asset Management im Robo-Advisory 2023 • Erstellt mit Datawrapper

Daher überrascht es nicht, dass über 75 % der untersuchten Robo-Advisor den Begriff Nachhaltigkeit im Rahmen ihrer Markenkommunikation auf der Website nutzen. Bei fünf von 26 findet sogar der Begriff Impact-Investing Verwendung, der als Steigerung von Nachhaltigkeit verstanden werden kann.

Doch welche Rolle spielt Nachhaltigkeit bei Robo-Advisor? Bei genauerer Betrachtung lässt sich feststellen, dass 17 von 26 Robo-Advisor neben ihrer klassischen Anlagestrategie eine zusätzliche Nachhaltigkeitsoption anbieten, die es Kund:innen ermöglichen soll, eine Investition unter Berücksichtigung von Nachhaltigkeitskriterien zu tätigen. Nur fünf Robo-Advisor verfügen über ein ganzheitlich nachhaltiges Angebot. Vier Anbieter geben nicht an, Nachhaltigkeitskriterien zu berücksichtigen. Das bedeutet 20 % aller Robo-Advisor haben einen nachhaltigen Kern, während weitere 65 % ihren Kunden:innen zumindest die Option bieten, nachhaltig Geld anzulegen.



Geprägt vom Brundtland Bericht der UN-Weltkommission für Umwelt und Entwicklung, wird Nachhaltigkeit als Prinzip eines langfristigen Substanzerhalts unter Berücksichtigung der Bedürfnisse zukünftiger Generationen verstanden (United Nations, 1987). Eine abstrakte Definition, die untermauert, dass Nachhaltigkeit ein weit gefächelter Begriff ist. Bisher gibt es keine einheitlichen Mindeststandards oder unabhängige Verbraucherlabel für nachhaltige Geldanlagen (Bafin, 2022). Anbietern wie Robo-Advisor wurde viel Freiraum für Interpretation gelassen und es verwundert nicht, dass die Verbraucherzentralen zahlreiche Fälle im Bereich Greenwashing im Finanzsektor anmahnen.

*„Geldanlage mit Verantwortung? Ja, das geht! growney bietet Ihnen nachhaltige Anlagestrategien – ausgewählt nach klaren ökologischen und sozialen **ESG-Kriterien**.“*
„Jetzt dem Meeresspiegelanstieg entgegenwirken.“
(Growney)

*„Unsere Value Green Portfolios bestechen durch ein hervorragendes **ESG-Nachhaltigkeitsrating**.“*
(Estably)

*„Investieren Sie mit fintego green+ in global diversifizierte ETF-Portfolios mit **ESG-Ansatz**.“*
(Fintego)

Durch die uneinheitlichen Auslegungen des Begriffs ESG entsteht ein Zwiespalt. Anleger:innen erwarten von ESG-Kriterien und Ratings, dass sie die Auswirkung des Unternehmens auf die Umwelt messen. Tatsächlich wird jedoch oft die Auswirkung der Umwelt auf das Unternehmen gemessen. Dies hängt eng zusammen, ist jedoch nicht dasselbe. Ein Unternehmen kann sich gut gegen Risiken der Umwelt absichern, ohne dabei einen positiven Einfluss auf die Umwelt zu haben. Dieser Zwiespalt zwischen der tatsächlichen Bedeutung von vielen ESG-Ratings und der öffentlichen Wahrnehmung führt oft zum Vorwurf des Greenwashings.

*„Darüber hinaus investieren wir nur in Fonds nach **Artikel 8 bzw. 9** der ab 10. März 2021 gültigen Offenlegungsverordnung.“*
(Vividam)

Seit März 2021 besteht durch eine Verordnung im Rahmen des Green Deals eine Offenlegungspflicht. Dazu unterscheidet die EU-Verordnung 2019/2088 (Offenlegungsverordnung Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR)) zwischen drei Arten von Fonds. Die Untergliederung soll für Anleger:innen die Möglichkeit schaffen, zu beurteilen, ob der als nachhaltig beworbene Fonds tatsächlich entsprechende Kriterien erfüllt.



Mehr Informationen dazu finden sich im folgenden EVERGREEN Blogbeitrag:
links.evergreen.de/sfdr

Obwohl die SFDR-Klassifizierungen für mehr Transparenz sorgen sollen, ist zunächst das Gegenteil eingetreten und diverse Finanzdienstleister haben ihre Fonds als „Artikel 8“-konform gelabelt, ohne einen tatsächlichen Einfluss auf die Umwelt zu nehmen. Der Begriff „berücksichtigen“ ist ein äußerst weit auslegbarer Begriff hinsichtlich der praktischen Umsetzung. Um dieser inflationären Betitelung entgegenzuwirken, hat die ESMA in ihrer Sustainable Finance Roadmap 2022 – 2024 priorisiert, dass insbesondere für Artikel 8 klare und verbindliche Mindeststandards formuliert werden müssen, sodass dem Greenwashing entgegengewirkt werden kann (ESMA, 2022).

*“Außerdem ist es uns wichtig, das Thema so transparent wie möglich zu gestalten, indem wir zum Beispiel den **CO2-Fußabdruck** oder den ESG-Score unserer GreenFolios ausweisen.”*
(Visualvest)

Der ökologische **Fußabdruck** beschreibt in der Regel, wie viel Fläche auf der Erde gebraucht wird, um zu produzieren und zu entsorgen, was ein individueller Mensch benötigt. Gleichzeitig wird der ökologische Fußabdruck für Unternehmen und Produkte benutzt, um deren Ökobilanz zu beschreiben (Zwick, 2022). Dabei ist wohl der CO₂-Fußabdruck am populärsten. Dieser gibt an, wie hoch die CO₂ Emissionen eines ganzen Unternehmens sind oder wie hoch die CO₂ Emissionen entlang der gesamten Wertschöpfungskette eines Produkts ausfallen (Zwick, 2022). Auf gleiche Art und Weise kann auch der CO₂-Fußabdruck einer einzelnen Aktie oder eines Aktienfonds bestimmt werden.

Einige Robo-Advisor werben damit, dass Kund:innen ihren persönlichen Fußabdruck mit nachhaltigem Handeln kompensieren könnten. Eine Kommunikation, die insbesondere von der Verbraucherzentrale kritisiert wird (Verbraucherzentrale Baden-Württemberg, 2022): Kompensationen sind umstritten, da sie als schwer überprüfbar gelten.

*“Wir fokussieren auf **Handabdruck**, Fußabdruck und Ausschlusskriterien.”*
(Inyova)

Weniger populär als der Fußabdruck ist der **Handabdruck**, der gegenteilig zum Fußabdruck, die positive Nachhaltigkeitswirkung von Produkten erfassen soll. Der Handabdruck soll die ökologische, ökonomische und soziale Komponente quantifizierbar machen (Collaborating Centre on Sustainable Consumption and Production GmbH, 2022).

Kosten einer nachhaltigen Geldanlage

Von 16 Robo-Advisor, die eine klassische & eine nachhaltige Strategie anbieten, verlangen sechs für letztere eine höhere Gebühr.

kein Unterschied Teurer keine Vergleichbarkeit

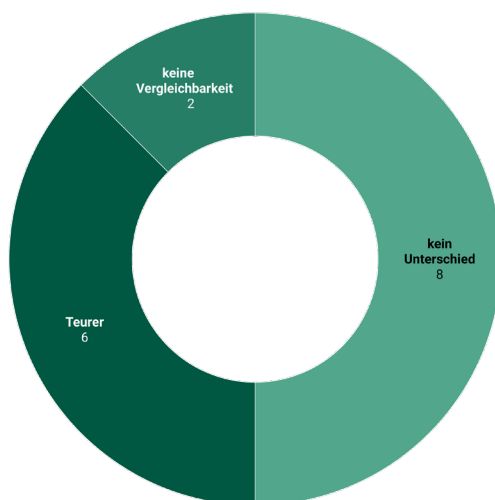


Abbildung 19: Kosten einer nachhaltigen Geldanlage

Grafik: Evergreen GmbH • Quelle: Studie Asset Management im Robo-Advisory 2023 • Erstellt mit Datawrapper

Die meisten Robo-Advisor, die sowohl klassische als auch nachhaltige Strategien anbieten, verlangen für letztere keinen Aufpreis in der Servicegebühr. Allerdings gibt es sechs Anbieter, bei denen eine nachhaltige Variante durch gestiegene Fondskosten teurer ist: Während bei Growney 0,18 % statt 0,16 % TER anfallen, fällt der Unterschied bei VisualVest mit 0,17 - 0,27 % TER im Verhältnis zu 0,26 - 0,63 % TER deutlich größer aus. Es gibt keinen Robo-Advisor, bei dem Nachhaltigkeit weniger kostet. Oftmals haben Robo-Advisor auf diesen Kostenunterschied jedoch keinen Einfluss. Da viele Robo-Advisor ausschließlich Fremdprodukte nutzen, sind sie auf die Kostenquoten der Fondsanbieter angewiesen, die für nachhaltige Fonds oftmals mehr Geld verlangen.

Zusammenfassend lässt sich feststellen, dass es auf die Frage, wie man Nachhaltigkeit messen kann, verschiedene Antworten gibt. Mit Hilfe von ESG-Risiken, Fondslabels, Fuß- und Handabdruck. In der Vergangenheit haben diese Systeme jedoch Greenwashing begünstigt, da sie teilweise noch unausgereift und intransparent sind. Die Vielzahl der Bewertungsmaßstäbe sowie die fehlende Normierung jedes einzelnen, können hinsichtlich der mangelnden Vergleichbarkeit als negativ bewertet werden. Wenn Robo-Advisor mit Einhaltung gewählter Maßstäbe werben, ist dies für Anleger:innen also in der Regel schwer nachvollziehbar und nicht überprüfbar. Um dem entgegenzuwirken, wurde im April 2022 von der EU-Kommission ein technischer Standard festgelegt, welcher regelt, wie genau welche Informationen über eingesetzte nachhaltigkeitsbezogene Finanzinstrumente von Finanzdienstleistern offenzulegen sind (European Commission, 2018; 2022).

Leider wird dieser Standard, wie so viele andere Standards auch, auf Robo-Advisor zunächst keine Anwendung finden. Gleiches gilt für Offenlegungsverordnungen wie die Taxonomie oder die SFDR-Offenlegungsverordnung. Wieso solche Regularien für Robo-Advisor nicht greifen, obwohl sie es eigentlich sollten, wird in Kapitel 5 a erläutert. Für solche Robo-Advisor die Fonds in ihrer Anlagestrategie nutzen, können die Nachhaltigkeitsaspekte für einzelne Fonds eingesehen werden. Eine Aggregation über das gesamte Portfolio obliegt jedoch dem Robo-Advisor. Für Robo-Advisor die Einzeltitel nutzen, ist nicht einmal dies gegeben.

Somit obliegt es den Robo-Advisor selbst entsprechend offenzulegen. Für Anbieter mit ganzheitlichem Angebot wie Vividam, Inyova oder EVERGREEN mag dies sogar vorteilhaft sein, für viele andere Anbieter, bei denen Nachhaltigkeit nur eine optionale Zusatzstrategie ist, ist dies jedoch nicht zu erwarten. Somit bleibt Nachhaltigkeit für Robo-Advisor oft ein vorrangig werbegetriebenes Thema. In Zeiten, in denen Anleger:innen und Verbraucherschützer:innen immer sensibler gegenüber Greenwashing werden, ist dies für die Branche ein potentielles Reputationsrisiko.



Nachhaltigkeit in der Vermögensverwaltung hat viel mit Vertrauen und Transparenz zu tun. Es gibt Nachhaltigkeitsansätze von „Do No Significant Harm“-Methoden bis hin zu verschiedenen Möglichkeiten, nachhaltigen Impact mit Geldanlage zu erzielen. Die Branche hat es jedoch durch wiederholtes Greenwashing und fehlende Ehrlichkeit gegenüber Anleger:innen selber zu verschulden, dass manchen Anbietern nachhaltiger Geldanlage von Beginn an Misstrauen entgegenkommt. Die einzige Lösung, um dieses Misstrauen abzubauen, ist radikale Transparenz sowie der Aufbau von Vertrauen durch externe Verifizierung. Die EU-Offenlegungsverordnung war hier ein wichtiger Schritt für die Asset Management-Branche. Wie beschrieben, unterliegen Robo-Advisor durch ihr besonderes Geschäftsmodell jedoch meist nicht der Offenlegungsverordnung. Hier sind die Anbieter selbst gefordert, Einblick in ihre Anlagestrategien zu gewähren, bis hin zu mindestens dem Level, auf dem Kund:innen die Nachhaltigkeit anhand externer, unabhängiger Verifizierung nachvollziehen können. Für passive Robo-Advisor bedeutet das zum Beispiel, dass Anleger:innen mindestens die Klassifizierung nach Artikel 6, 8 oder 9 aller im Portfolio befindlichen ETF sichtbar gemacht werden sollte, damit sie eine informierte Entscheidung treffen können. Da die eigenen Fonds bei EVERGREEN über die eigene Plattform vertrieben werden, unterliegt EVERGREEN der EU-Offenlegungsverordnung. Anleger:innen können sich daher sicher sein, dass alle von EVERGREEN angebotenen Produkte immer Artikel 8 oder 9 der EU-Offenlegungsverordnung entsprechen.

EVERGREEN

Wie viel Einfluss haben Robo-Advisor auf ihre Nachhaltigkeit?

Wie viel aktiven Einfluss Robo-Advisor auf ihr nachhaltiges Angebot haben, kann anhand der genutzten Investmentprodukte untersucht werden. Wie in Kapitel 3 a festgestellt, nutzen über 80 % der Robo-Advisor ausschließlich fremdgemanagte Fonds. Das bedeutet im Umkehrschluss, dass diese Robo-Advisor keinen Einfluss auf die Nachhaltigkeit ihres Portfolios haben, sondern auf die Nachhaltigkeitsprozesse der Fondsanbieter angewiesen sind. Dies schließt einen eigenen Nachhaltigkeitsprozess eines Robo-Advisor zwar nicht aus, macht diesen jedoch deutlich komplizierter.

Dies spiegelt sich auch in den Webauftritten der Robo-Advisor wider. Sucht man nach dem Nachhaltigkeitsprozess vieler Robo-Advisor, wird man mit allgemeinen Angaben abgespeist. So veröffentlichen lediglich Vividam und EVERGREEN eine einheitliche Liste an Ausschlusskriterien, die für alle Titel des eigenen Portfolios gelten. Eine solche Liste an Ausschlusskriterien ist das absolute Minimum, um glaubwürdig von der Nachhaltigkeit eines Portfolios zu sprechen. Dabei sind anspruchsvollere Arten der Nachhaltigkeitsmessung noch nicht einmal bedacht.

Tatsächlich ist es für Robo-Advisor, die ausschließlich Fremdfonds nutzen, sehr schwierig, einheitliche Kriterien oder Prozesse zu definieren. In Tabelle 1: ESG-Ausschlusskriterien gängiger ETF sind die Ausschlusskriterien gängiger ETF aufgelistet. Schon hier zeigt sich, dass einheitliche Ausschlusskriterien schwierig sind. Selbst die allgemein anerkannten „Do No Signifikant Harm“-Kriterien, wie sie beispielsweise die BaFin nach der SFDR-Verordnung anlegt, sind kaum einzuhalten. Umso mehr und umso spezifischere Fonds von Anbietern genutzt werden, desto schwieriger wird es, einen einheitlichen Nachhaltigkeitsprozess umzusetzen.

ESG Ausschlusskriterien gängiger ETFs

	Anerkannte "Do Not Signifikant Harm" Kriterien	MSCI World ESG Leader	S&P 500 ESG Index	MSCI Emerging Markets ESG Screened	STOXX Europe 600 ESG-X index
Beispiel ISIN		LU1792117779	IE00BKS7L097	IE00BFNM3P36	CH0445431064
Global Compact	WAHR	WAHR	WAHR	WAHR	WAHR
Controversial Weapons	0%	0%	0%	0%	0%
Fossile Energieträger	10%	5%	5%	5%	25%
Fossile Energieerzeugung	10%	5%	5%	5%	25%
Öl & Gas	10%	5%	/	/	/
Ölsande / Fracking	10%	/	5%	5%	/
Conventional Weapons (Produktion)	/	5%	0%	0%	/
Conventional Weapons (Vertrieb)	/	15%	0%	5%	/
Tabak (Produktion)	/	5%	0%	0%	0%
Tabak (Vertrieb)	/	15%	5%	5%	/
Alkohol (Produktion)	/	10%	/	/	/
Alkohol (Vertrieb)	/	/	/	/	/
Gambling	/	10%	/	/	/
Atomkraft	/	10%	/	/	/

Tabelle 1: ESG Ausschlusskriterien gängiger ETF

Tabellen: Evergreen GmbH • Quelle: Studie Asset Management im Robo-Advisory 2023 • Erstellt mit Datawrapper

Weiterhin sollte an dieser Stelle hinterfragt werden, wie kompatibel die Vorteile von meist passiven ETF mit hohen Nachhaltigkeitsstandards sind: Umso nachhaltiger ein Portfolio gestaltet wird, desto spezifischer müssen Investmenteinheiten gefiltert und ausgewählt werden. Ein hoher Nachhaltigkeitsstandard bedingt demnach, dass die Faktorallokation weniger passiv und mehr aktiv ausfällt. Passive Faktorallokation, die i. d. R. mit ETF umgesetzt wird, ist demnach nur geringfügig mit strengen Nachhaltigkeitskriterien umzusetzen.

Einige Robo-Advisor gehen damit transparent um. Beispielsweise Cominvest schreibt, dass mit der nachhaltigen ETF-Strategie zwar nachteilige Auswirkungen vermieden werden, aber kein direkter Beitrag zum Erreichen eines Ziels geleistet und nicht direkt in nachhaltige Anlagen investiert werden kann. Eben aus dem Grund, dass ansonsten nicht ausreichend global ausgerichtet und breit gestreut investiert werden könne (Cominvest, 2022).

Hinsichtlich ihrer Nachhaltigkeitsstrategien weisen die Anbieter Bevestor und Liquid eine Besonderheit auf: Sie werben mit optionalen „Impact-Investments“.

Bei Bevestor wird Impact-Investing als Themenbereich offeriert, der bei der zusätzlichen nachhaltigen Anlagestrategie Nachhaltigkeit-Select neben New Energy, Wasser & Abfall und Klimawandel gewählt werden kann. Gemäß eigenen Angaben investiert das Unternehmen in aktive Fonds und ETFs, die einerseits die Ziele der Investoren teilen und andererseits auch das Engagement und die Verhaltensweisen von Unternehmen beeinflussen. (Bevestor, 2022)

Liquid Impact ist ein passiver Anlagestil, der in kostengünstige nachhaltige Fonds (hauptsächlich ETF) investiert. Bei der Auswahl der Fonds untersucht das Investment-Team, ob die Fonds und der SRI-Index, auf dem sie basieren, SRI gerecht sind. Um für Wirtschaftlichkeit zu sorgen, müssen die ETF diversifiziert anlegen. Fonds, die sich auf bestimmte Sektoren konzentrieren, werden vermieden.

Impact Investments, noch stärker als ESG oder „normale“ Nachhaltigkeit, wird oft mit Greenwashing verbunden. Ähnlich wie bei Nachhaltigkeit oder ESG ist die Definition von „Impact“ sehr strittig. Allgemein gilt jedoch, dass ein Investment ein klares Ziel mit Bezug auf die SDGs der Vereinten Nationen unterstützen muss. Hierbei ist die Messung dieses Ziels der Knackpunkt. Leider wird aus den Erläuterungen von Bevestor und Liquid nicht deutlich, wie genau sie „Impact“ definieren oder messen.

Neben Anbietern die zusätzliche Nachhaltigkeitsstrategien mit ETF vertreiben, gibt es fünf Beispiele, die ein ganzheitlich nachhaltiges Angebot vorweisen und/oder Impact-Investing anbieten. Darunter Solidvest, Zeedin, EVERGREEN, Vividam und Inyova.

Solidvest ist ein Beispiel für einen Anbieter mit einem ganzheitlich nachhaltigen Angebot. Der Anbieter nutzt den Begriff Nachhaltigkeit auf den ersten Blick nicht auf der Website. Über den Button „Verantwortung“ gelangt man zu einer Stellungnahme zu Nachhaltigkeitskriterien, wo angegeben wird, dass im gesamten Investmentprozess Ausschlusskriterien (nach ESG) sowie die 17 Ziele der Vereinten Nationen berücksichtigt werden. Dies ist möglich, da Solidvest alle Einzeltitel selbst auswählt und verwaltet und somit den gesamten Asset Management-Ansatz nachhaltig abbilden kann.

Nach eigener Angabe ist der Robo-Advisor Zeedin ein Produkt gemäß Artikel 8, wonach er ökologische/soziale Merkmale fördern muss. Um dem gerecht zu werden, ist die gesamte Anlagestrategie nach einem ESG-konformen Ansatz ausgerichtet. Trotzdem wird eine ethisch-nachhaltige Strategie gesondert, neben der fondsgebundenen- und klassischen Einzeltitelverwaltung, vertrieben. Während die klassische und fondsgebundene Strategie mit Diversifikation beworben werden, wird bei der ethisch-nachhaltigen Strategie herausgestellt, dass nur in Unternehmen mit strengen ökologischen und sozialen Standards investiert wird.

Vividam, Inyova und EVERGREEN sind Beispiele für Robo-Advisor mit ganzheitlich nachhaltigem Angebot, die zusätzlich oder ausschließlich Impact Investing umsetzen. Analog zu Solidvest ist es Inyova möglich, durch Einzeltitelselektion eigene Nachhaltigkeitsstandards zu beachten: Bei Inyova werden alle Titel und Unternehmen nach Ausschluss-, ESG- und Risikokriterien sowie nach Hand- und Fußabdruck ausgewählt. Zusätzlich wird in bestimmte Green Bonds investiert. Anleger:innen können außerdem bei Shareholder Engagement Events mit Manager:innen der Unternehmen über Nachhaltigkeitskriterien diskutieren und sollen künftig mit einem Stimmrechtsvertretungssystem bei Hauptversammlungen Mitspracherecht haben.

Bei Vividam wird ausnahmslos in nachhaltige Investmentfonds investiert. Bei aktiven Fonds steht eine deutlich größere Bandbreite an Nachhaltigkeitskriterien zur Verfügung als bei passiven, da die Fondsmanager:innen selbst entscheiden, welche Einzeltitel gekauft werden. Bei Vividam kommen Artikel 8 und Artikel 9 Fonds zum Einsatz, bei denen mit Exklusionskriterien gearbeitet und in Produkte investiert wird, die aktiv nachhaltigere Zukunftsthemen fördern.

Auch EVERGREEN investiert Kundengelder ausschließlich in Artikel 8 oder Artikel 9 Fonds. Im Unterschied zu Vividam managt EVERGREEN die Fonds selbst und kann daher auch eigene Nachhaltigkeitskriterien berücksichtigen. EVERGREEN nutzt beispielsweise Exklusionskriterien, Bewertungen anerkannter ESG-Ratingagenturen sowie eigene Definitionen von Impact Investments. Darüber hinaus ist EVERGREEN der einzige deutsche Asset Manager und Robo-Advisor mit einer B Corp Zertifizierung.



Mehr Informationen dazu finden sich im folgenden EVERGREEN Blogbeitrag:
links.evergreen.de/bcorp

Um nachzuweisen, dass ein Anbieter in allen Aspekten nachhaltig ist, das heißt sowohl im Asset Management als auch in der Unternehmensführung, braucht es eine verlässliche, externe Validierung. Eines der international anerkanntesten Siegel ist die B Corp Zertifizierung. Sie gilt sowohl in der Asset Management-Branche als auch branchenübergreifend als eine der verlässlichsten Zertifizierungen.

Mehr als 35 Mio. Euro investiert EVERGREEN in sogenannte Impact Investments. Bei der Auswahl der Projekte orientiert sich EVERGREEN daran, dass mindestens eins der 17 Ziele der Vereinten Nationen gefördert werden. Spezifischer definiert EVERGREEN, dass nur solche Investments als Impact Investments klassifiziert werden dürfen, deren Emittent einen definierten Auftrag im Sinne der SDGs verfolgt (wie z. B. Entwicklungsbanken) oder Anleihen, die einem zugelassenem Green Bond Framework unterliegen. Dadurch stellt EVERGREEN sicher, dass die deklarierten Impact Investments tatsächlich einen ökologischen und sozialen Mehrwert erzeugen.



Mehr Informationen dazu finden sich im folgenden EVERGREEN Blogbeitrag:
links.evergreen.de/impact

Es lässt sich festhalten, dass über 65 % der Anbieter neben ihrer klassischen Anlagestrategie eine zusätzliche Nachhaltigkeitsoption anbieten, die es Kund:innen ermöglichen soll, eine Investition unter Berücksichtigung von Nachhaltigkeitskriterien zu tätigen. Da sie i. d. R ihre klassische ETF-Strategie einfach mit nachhaltigen ETF duplizieren, können sie dabei keine eigenen Nachhaltigkeitskriterien abbilden. Auch der allgemeine Wirkungsgrad der nachhaltigen ETF muss kritisch betrachtet werden.

Nur wenige Robo-Advisor, knapp 15 %, verfügen über ein ganzheitlich nachhaltiges Angebot. Alle haben gemein, dass sie nicht in ETF investieren und somit nicht in Abhängigkeit zu ETF-Anbietern stehen. Einige dieser Robo-Advisor vertreiben Einzeltitel-Portfolios oder eigengemanagte Fonds und können so die Zusammensetzung ihrer angebotenen Produkte beeinflussen. Andere investieren in aktive Fonds und haben eine größere Bandbreite an Nachhaltigkeitskriterien zur Verfügung, mit der höhere Nachhaltigkeitsstandards erreicht werden können.

Es kann festgehalten werden, dass eine Transformation zu einem ganzheitlich nachhaltigen Geschäftsmodell nur ohne Abhängigkeitsverhältnisse zu ETF-Anbietern möglich scheint. Denn auch ETF-Anbieter sind, wie bereits erläutert wurde, in der Umsetzung von Nachhaltigkeitskriterien durch die Beschaffenheit von ETF beschränkt.

b Nachhaltigkeit der Portfolios

Wie nachhaltig sind die Portfolios der Robo-Advisor wirklich?

Anhand der in Kapitel 3 b untersuchten Musterportfolios, können nun Einblicke in die Nachhaltigkeit der Musterportfolios der Robo-Advisor genommen werden. Aufgrund der abweichenden Portfoliozusammenstellungen (siehe Kapitel 3 a) werden bei der Analyse der Musterportfolios Messgrößen angelegt, die eine größtmögliche Vergleichbarkeit zwischen den verschiedenen Portfolios ermöglicht. Bei den Musterportfolios wurden, wo verfügbar, nachhaltige Varianten gewählt.

SFDR Aktien

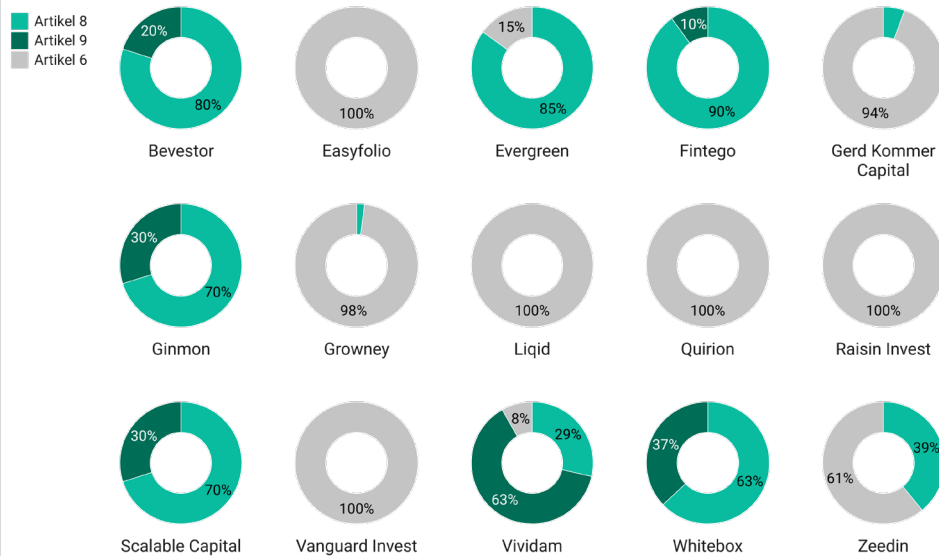


Abbildung 20: Musterportfolio SFDR Klassifizierung Aktien

Grafik: Evergreen GmbH • Quelle: Studie Asset Management im Robo-Advisory 2023 • Erstellt mit Datawrapper

SFDR Anleihen

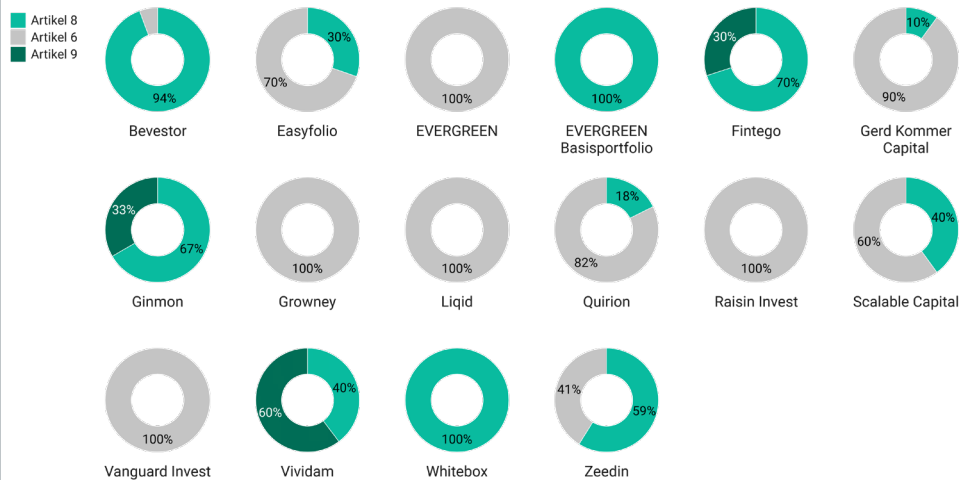


Abbildung 21: Musterportfolio SFDR Klassifizierung Anleihen

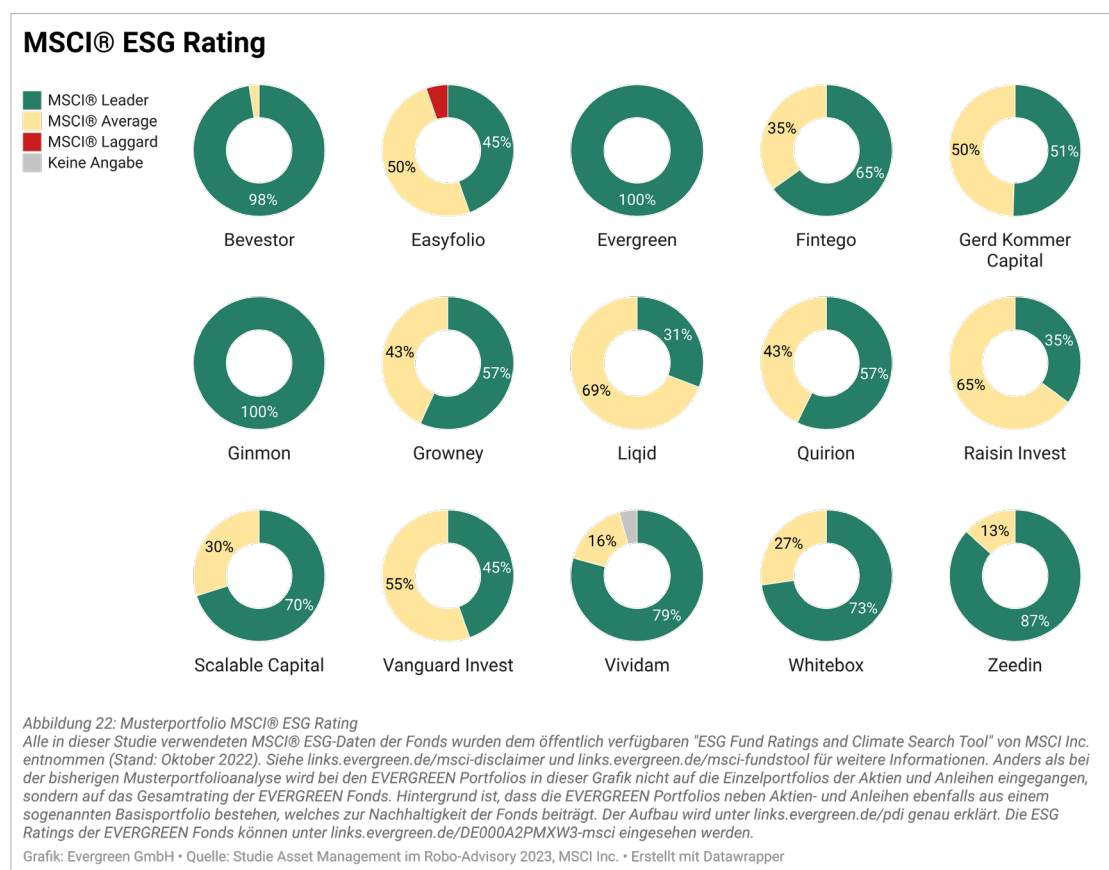
Anders als bei der bisherigen Musterportfolioanalyse wird beim EVERGREEN Portfolio in dieser Grafik separat auf das sogenannte Anleihen- und das Basisportfolio eingegangen. Hintergrund ist, dass die EVERGREEN Portfolios neben Aktien- und Anleihen ebenfalls aus einem sogenannten Basisportfolio bestehen, welches zur Nachhaltigkeit der Fonds beiträgt. Für die bisherigen Analysen konnte das Basisportfolio ignoriert werden, da es keine signifikanten Auswirkungen gehabt hätte. Der Aufbau der EVERGREEN Fonds wird unter links.evergreen.de/pdi genau erklärt. Die SFDR Klassifizierung der EVERGREEN Fonds kann unter links.evergreen.de/sfdr eingesehen werden.

Grafik: Evergreen GmbH • Quelle: Studie Asset Management im Robo-Advisory 2023 • Erstellt mit Datawrapper

Die Offenlegungsverordnung (SFDR) wurde im vorigen Kapitel bereits erwähnt und stellt den Versuch der Europäischen Union dar, nachhaltige Geldanlage zu kategorisieren und zu kennzeichnen. Artikel 6 bezeichnet nicht-nachhaltige Fonds, Artikel 8 bezeichnet Fonds, welche Nachhaltigkeit berücksichtigen, aber keine spezifischen Ziele verfolgen, und Artikel 9 bezeichnet „Nachhaltigkeitsfonds“. Wie zu erwarten, gibt es viele Anbieter, welche keine bis sehr wenige Artikel 8 oder 9 Fonds im Portfolio haben. Dabei wird es sich hauptsächlich um nicht-nachhaltige Strategien handeln, welche logischerweise nicht anstreben nachhaltige Ziele und Kriterien zu verfolgen. Bei den nachhaltigen Musterportfolios, wie z. B. Bevestor, Fintego, Ginmon, Scalable Capital, Whitebox, Vividam und EVERGREEN, zeigt sich besonders im Aktienbereich eine Häufung der Artikel 8 und 9 Fonds. Dies ist ein positives Zeichen, setzt die SFDR-Verordnung doch ein Mindestmaß an Ausschlusskriterien voraus.

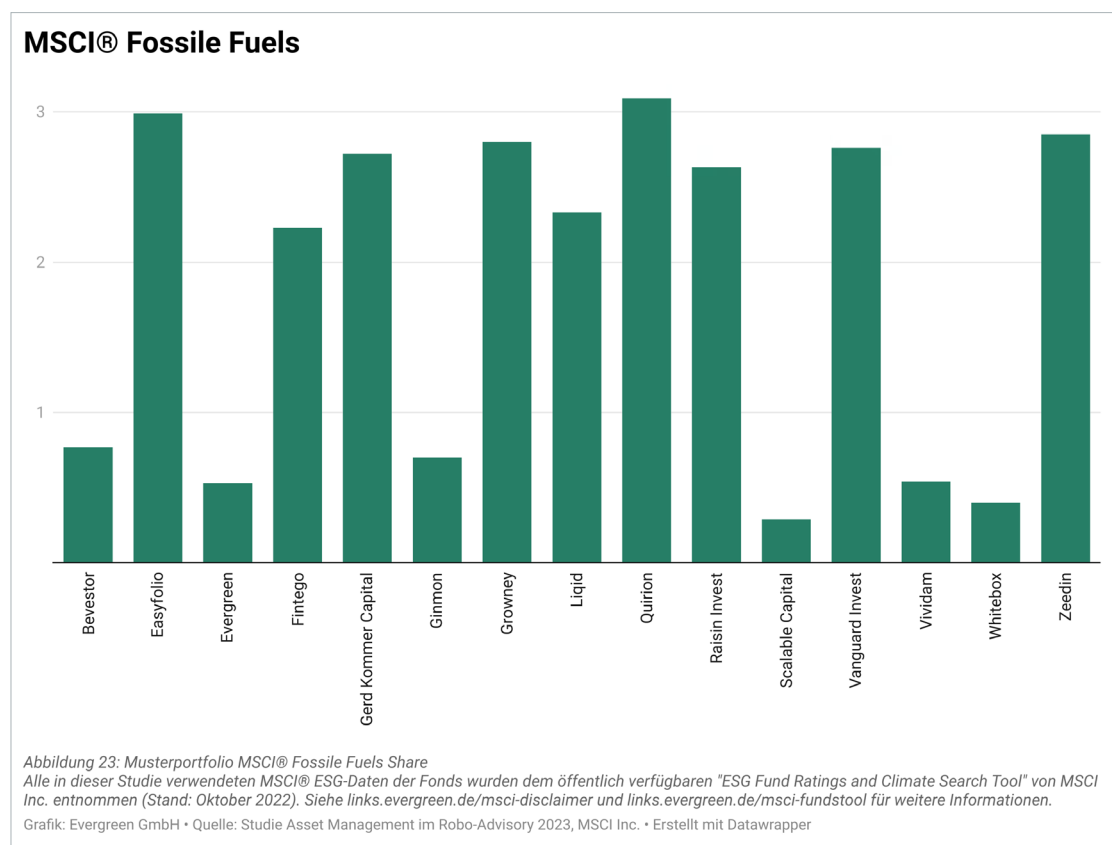
Alle in dieser Studie verwendeten MSCI® ESG-Daten der Fonds wurden dem öffentlich verfügbaren „ESG Fund Ratings and Climate Search Tool“ von MSCI Inc. entnommen (Stand: Oktober 2022).
Siehe: links.evergreen.de/msci-disclaimer und links.evergreen.de/msci-fundstool

Für die folgende Analyse der MSCI ESG Ratings werden die Aktien- und Anleihenportfolios kombiniert betrachtet.

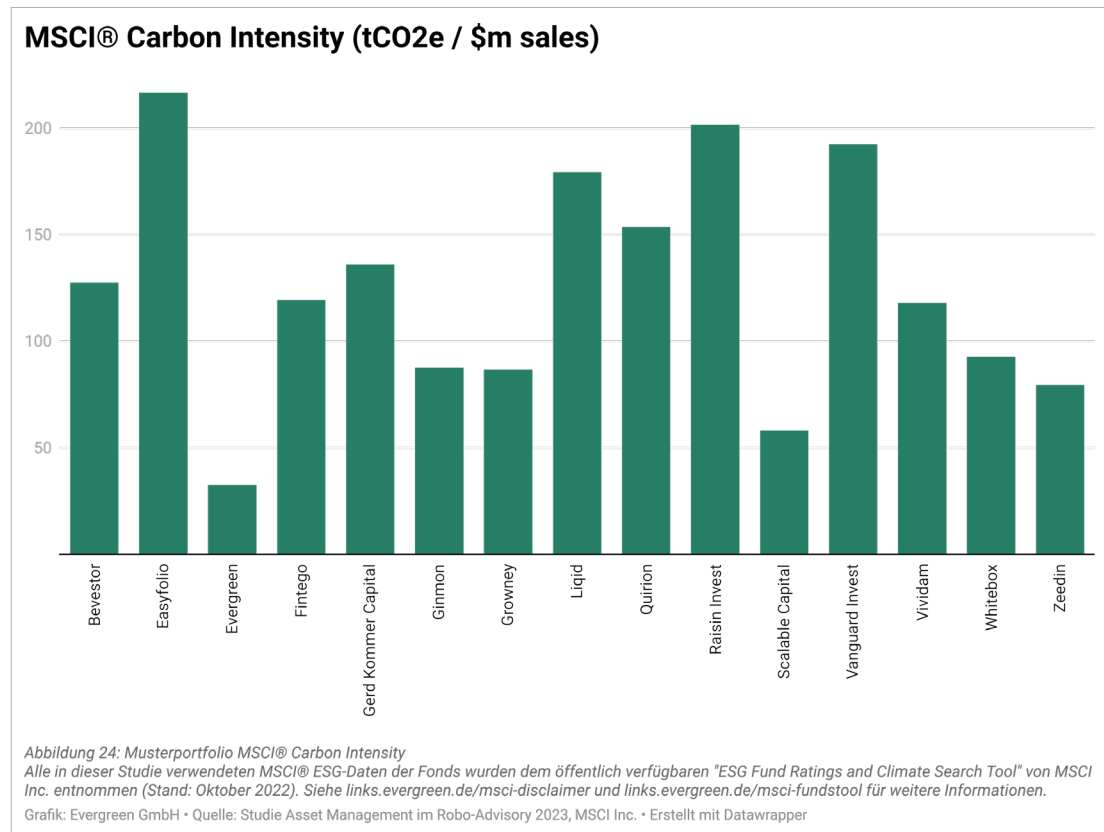


MSCI® ist einer der größten und wichtigsten ESG-Datenanbieter. Das MSCI® ESG Rating gilt dabei als wesentlicher Treiber für viele nachhaltige Portfolios. Dies spiegelt sich auch in den Portfolios der Robo-Advisor wider. Nicht nur die nachhaltigen Musterportfolios, sondern auch nicht-nachhaltige Portfolios weisen sehr gute MSCI® ESG Ratings aus. Dies hat insbesondere auch mit der Sichtbarkeit des MSCI® ESG Ratings zu tun. Für viele Anleger:innen ist es der erste Schritt um die Nachhaltigkeit einer Aktie oder eines Fonds zu bestimmen. Interessant ist, dass es bis auf wenige Ausnahmen, wie Bevestor und ginmon, keine deutliche Steigerung des MSCI® ESG bei nachhaltigen Anbietern gibt. Dies zeigt erneut die Uneinheitlichkeit bei der Bewertung von Nachhaltigkeit. Viele der Anbieter, wie vividam und EVERGREEN, legen eigene Nachhaltigkeitskriterien an, welche eine größere Rolle spielen als MSCI® ESG Ratings. Dies ist weder positiv noch negativ. Das MSCI® ESG Rating ist bekannt dafür kontrovers zu sein. Ein einfaches Beispiel hierfür ist das Energieunternehmen Shell. Das Unternehmen hat derzeit ein MSCI ESG Rating von A und vor wenigen Jahren sogar AA und zählt damit als MSCI® ESG Leader. Das MSCI® ESG Rating betrachtet natürlich deutlich mehr Aspekte als nur Fossile Brennstoffe und ist damit in der Tat ein sehr guter Indikator für Nachhaltigkeit, insbesondere wenn das MSCI® ESG schlecht ist. Am Ende sagt das MSCI® ESG Ratings jedoch nichts über den Einfluss des Unternehmens auf die Umwelt aus.

Für die folgenden Analysen werden ausschließlich die Aktienportfolios betrachtet, da die Verfügbarkeit von ESG-Daten für solche Portfolios deutlich größer ist.



Eine andere Messgröße für die Nachhaltigkeit eines Portfolios ist der Anteil fossiler Energieträger im Portfolio. Dies ist natürlich eine recht enge Definition, bezieht sie sich doch fast ausschließlich auf den Energiesektor. Trotzdem kann es ein guter Indikator für die Nachhaltigkeit eines Portfolios sein, haben doch viele Anbieter Ausschlusskriterien für Fossile Energieträger. Es zeigt sich klar, dass nachhaltige Portfolios wie von Bevestor, EVERGREEN, Ginmon, Scalable Capital, Vividam und Zeedin, hier deutlich besser abschneiden. Deutlich ist auch die Korrelation zu den SFDR-Klassifizierungen der Fonds, da Fossile Energieträger ein Mindestausschluss nach der „Do No Significant Harm“-Logik der SFDR-Verordnung sind.



Für einen umfassenderen Einblick in den ökologischen Fußabdruck eines Portfolios bietet sich die Emissionsintensität an. Die Emissionsintensität in tCO₂ pro \$ Mio. Sales gibt an, wie emissionsintensiv ein Unternehmen wirtschaftet, gemessen an seiner Größe bzw. seines Umsatzes. Auch hier zeigt sich eine deutliche Divergenz zwischen den Anbietern. Anbieter wie EVERGREEN und Scalable Capital weisen sehr geringe Emissionsintensitäten auf im Vergleich zu beispielsweise Easyfolio, dessen Emissionen mehr als viermal so hoch liegen. Hier zeigt sich auch ein klarer Unterschied zwischen verschiedenen Nachhaltigkeitsportfolios. Nur weil ein Portfolio sich als nachhaltig labelt und gute MSCI® ESG Ratings aufweist, heißt dies nicht, dass der ökologische Fußabdruck auch tatsächlich reduziert wird. Sichtbar an den Beispielen Bevestor und Fintego.

Anhand ausgewählter Nachhaltigkeitsmetriken wurde ein erster Überblick über die Nachhaltigkeit der nachhaltigen Portfolios erstellt. Viele Anbieter nachhaltiger Strategien orientieren sich an den groben Nachhaltigkeitsratings wie MSCI® oder auch der SFDR-Klassifizierung. Umso tiefer man in die Portfolios einsteigt, desto deutlicher zeigt sich jedoch, dass nicht alle Portfolios dasselbe Level an Nachhaltigkeit aufweisen. Am Ende bleibt beim Thema Nachhaltigkeit weiterhin viel Ermessensspielraum und Anleger:innen sollten sich auf Anbieter fokussieren, die transparent mit dem Thema Nachhaltigkeit umgehen.

5 Geschäftsmodelle

- Das Geschäftsmodell ist bei dem Großteil der Robo-Advisor gleich aufgebaut.
- Die Servicegebühr, die in expliziter Form nur von Robo-Advisor erhoben wird, übertrifft bei über 90 % der hier untersuchten Anbieter alle anderen Kostenkomponenten der Wertschöpfungskette. Die Gebühr ist somit teurer als das zugrunde liegende i. d. R. wartungsarme Produkt.
- 92 % aller untersuchten Robo-Advisor investieren die Kundengelder direkt innerhalb der Kundendepots. Mit der alternativen Nutzung operativer Fondshüllen, könnten im Sinne der Kund:innen Kosten eingespart werden.

a Wertschöpfungskette des Investierens

Übersicht schematische Kosten bei der Geldanlage

Gruppe	Robo-Advisor	Servicegebühr / Dachfondsgebühr	Depotkosten Kunden	Transaktionskosten Dachfonds	ETF-Spread	Fondskosten	Transaktionskosten Fonds	Einzeltitelspreads
Eigenständiges Investieren	Aktien-Kauf	/	0.10 % - 0.20 %	/	/	/	/	0.02 % - 0.10 %
	Aktiver Fonds-Kauf	/	0.10 % - 0.20 %	/	/	1.00 % - 2.00 %	0.10 % - 0.50 %	0.02 % - 0.10 %
	Dachfonds-Kauf	0.20 % - 0.80 %	0.10 % - 0.20 %	0.10 % - 0.50 %	/	0.20 % - 2.00 %	0.10 % - 0.50 %	0.02 % - 0.10 %
	ETF-Kauf	/	0.10 % - 0.20 %	/	0.10 % - 2.00 %	0.20 % - 0.80 %	0.10 % - 0.50 %	0.02 % - 0.10 %
Robo-Advisor Allgemein	Aktive Fonds	0.50 % - 1.00 %	0.10 % - 0.20 %	/	/	1.00 % - 2.00 %	0.10 % - 0.50 %	0.02 % - 0.10 %
	Passive ETF	0.50 % - 1.00 %	0.10 % - 0.20 %	/	0.10 % - 2.00 %	0.20 % - 0.80 %	0.10 % - 0.50 %	0.02 % - 0.10 %
Robo-Advisor Im Detail	Bevestor	0.80 % - 1.00 %	inkludiert	/	0.10 % - 2.00 %	0.29 % - 0.34 %	0.10 % - 0.50 %	0.02 % - 0.10 %
	Cominvest	0.95 %	inkludiert	/	0.10 % - 2.00 %	0.23 %	0.10 % - 0.50 %	0.02 % - 0.10 %
	easyfolio	0.72 %	inkludiert	0.10 % - 0.50 %	0.10 % - 2.00 %	0.20 % - 0.80 %	0.10 % - 0.50 %	0.02 % - 0.10 %
	Estably	1.20 %	inkludiert	/	0.10 % - 2.00 %	0.00 %	0.10 % - 0.50 %	0.02 % - 0.10 %
	Evergreen	/	inkludiert	/	/	0.59 %	0.10 % - 0.50 %	0.02 % - 0.10 %
	Fidelity Wealth Expert	0.55 %	inkludiert	/	0.10 % - 2.00 %	0.85 %	0.10 % - 0.50 %	0.02 % - 0.10 %
	Fintego	0.30 % - 0.90 %	inkludiert	/	0.10 % - 2.00 %	0.20 %	0.10 % - 0.50 %	0.02 % - 0.10 %
	Gerd Kommer Capital	0.60 % - 0.70 %	inkludiert	/	0.10 % - 2.00 %	0.20 %	0.10 % - 0.50 %	0.02 % - 0.10 %
	Ginmon	0.75 %	inkludiert	/	0.10 % - 2.00 %	0.17 % - 0.23 %	0.10 % - 0.50 %	0.02 % - 0.10 %
	Growney	0.38 % - 0.68 %	inkludiert	/	0.10 % - 2.00 %	0.15 % - 0.23 %	0.10 % - 0.50 %	0.02 % - 0.10 %
	Investify	0.80 % - 1.00 %	inkludiert	/	0.10 % - 2.00 %	0.15 %	0.10 % - 0.50 %	0.02 % - 0.10 %
	Inyova	0.60 % - 1.20 %	inkludiert	/	/	/	0.10 % - 0.50 %	0.02 % - 0.10 %
	Liqid	0.25 % - 0.90 %	/	/	0.10 % - 2.00 %	0.13 % - 0.52 %	0.10 % - 0.50 %	0.02 % - 0.10 %
	Oskar	0.70 % - 0.10 %	inkludiert	/	0.10 % - 2.00 %	0.14 %	0.10 % - 0.50 %	0.02 % - 0.10 %
	Quirion	0.48 % - 1.20 %	inkludiert	/	0.10 % - 2.00 %	0.17 %	0.10 % - 0.50 %	0.02 % - 0.10 %
	Raisin Invest	0.33 %	inkludiert	/	0.10 % - 2.00 %	0.15 %	0.10 % - 0.50 %	0.02 % - 0.10 %
	Robin	0.75 %	inkludiert	/	0.10 % - 2.00 %	0.25 %	0.10 % - 0.50 %	0.02 % - 0.10 %
	Scalable Capital	0.75 %	inkludiert	/	0.10 % - 2.00 %	0.19 %	0.10 % - 0.50 %	0.02 % - 0.10 %
	Smavesto	1.00 %	inkludiert	/	0.10 % - 2.00 %	0.25 %	0.10 % - 0.50 %	0.02 % - 0.10 %
	Solidvest	0.80 % - 0.90 %	0.30 % - 0.50 %	/	/	/	0.10 % - 0.50 %	0.02 % - 0.10 %
	Vanguard Invest	0.65 %	inkludiert	/	0.10 % - 2.00 %	0.15 %	0.10 % - 0.50 %	0.02 % - 0.10 %
	Visualvest	0.60 %	inkludiert	/	0.10 % - 2.00 %	0.17 % - 0.63 %	0.10 % - 0.50 %	0.02 % - 0.10 %
	Vividam	1.18 %	inkludiert	/	0.10 % - 2.00 %	0.32 % - 1.76 %	0.10 % - 0.50 %	0.02 % - 0.10 %
	Warburg Navigator	0.80 % - 1.00 %	inkludiert	/	0.10 % - 2.00 %	0.30 %	0.10 % - 0.50 %	0.02 % - 0.10 %
	Whitebox	0.35 % - 0.95 %	inkludiert	/	0.10 % - 2.00 %	0.21 % - 0.24 %	0.10 % - 0.50 %	0.02 % - 0.10 %
	Zeedin	0.60 % - 1.20 %	inkludiert	/	0.10 % - 2.00 %	0.05 % - 0.26 %	0.10 % - 0.50 %	0.02 % - 0.10 %

Tabelle 2: Übersicht schematische Kosten bei der Geldanlage

Quelle: Evergreen GmbH • Quelle: Studie Asset Management im Robo-Advisory 2023 • Erstellt mit Datawrapper

Übersicht Kosten bei der Geldanlage

Einzelne Kostenkomponenten bei verschiedenen Anlagemöglichkeiten.

Kosten, wenn nicht genau angegeben, werden mit dem Durchschnitt einer angemessenen Spannweite approximiert und beziehen sich auf die AuM.

Servicegebühr / Dachfondsgebühr Depotkosten Kunden Transaktionskosten Dachfonds ETF-Spread Fondskosten Einzeltitelspreads

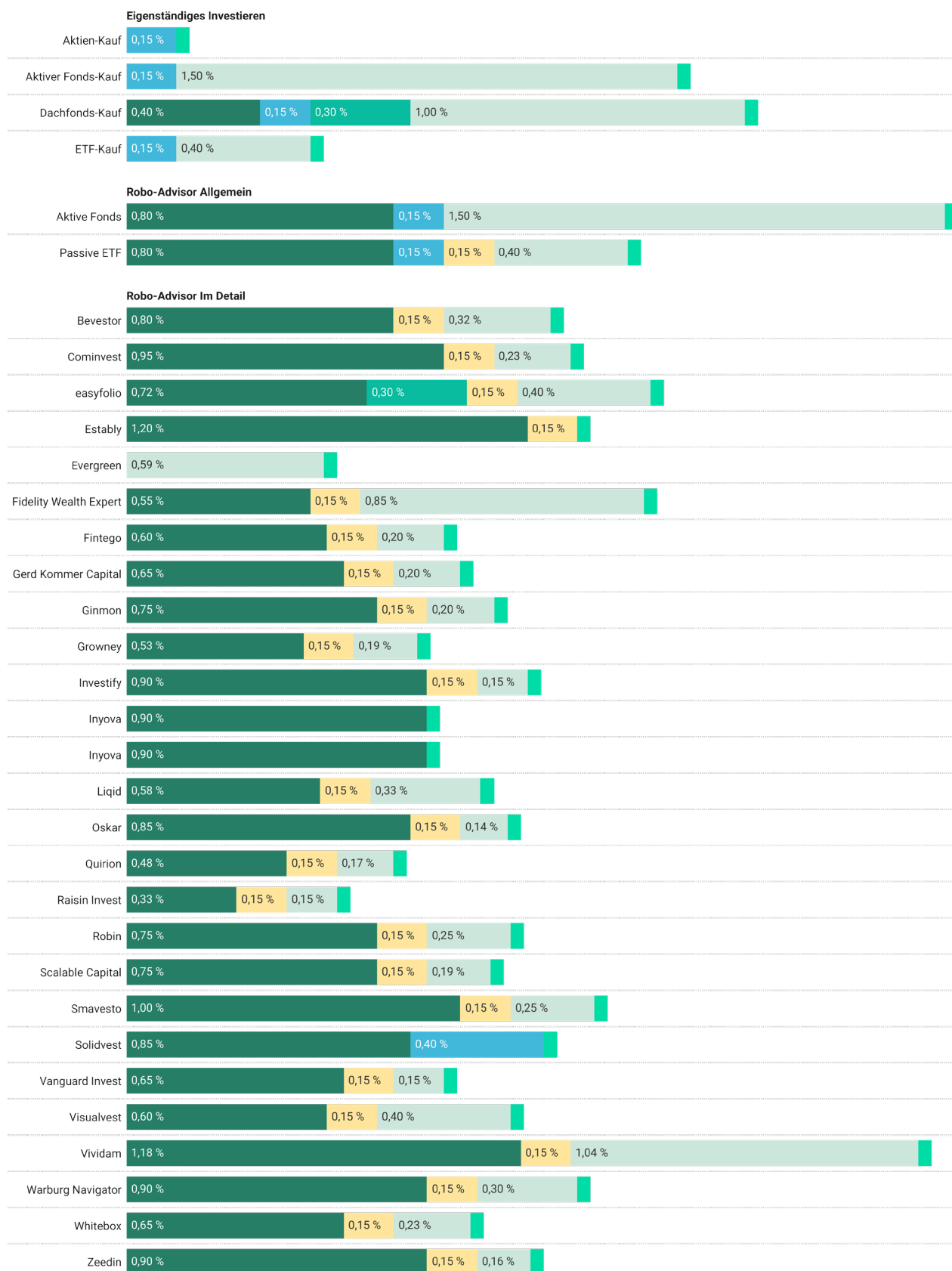


Abbildung 25: Übersicht Kosten bei der Geldanlage

Grafik: Evergreen GmbH • Quelle: Studie Asset Management im Robo-Advisory 2023 • Erstellt mit Datawrapper

Die Wertschöpfungskette der digitalen Geldanlage involviert diverse Parteien, die im Vorder- und Hintergrund an den verschiedenen Transaktionen mitwirken und für ihren Anteil an der Wertschöpfung entlohnt werden. Die Wertschöpfungskette und die damit verbundenen Gesamtkosten für Kund:innen setzen sich üblicherweise aus den folgenden Komponenten zusammen: Servicegebühr, Depotgebühr, Fondskosten, Transaktionskosten und Spreads.

Servicegebühr

Die Servicegebühr umfasst bei Robo-Advisor Kosten für die Vermögensverwaltung, das Reporting und den Kundenservice. Bei vielen Anbietern kann sie auch Depotführungsgebühren sowie Kontoführungsgebühren und Wertpapiertransaktionskosten bei der Partnerbank enthalten.

Depotgebühren

Da digitale Vermögensverwalter in der Regel keine Banklizenz besitzen, müssen sie auf klassische Banken als Depotanbieter zurückgreifen. Das ist ein zusätzlicher Sicherheitsfaktor für Anleger:innen, da das angelegte Geld bei einem externen etablierten Finanzinstitut lagert und nicht direkt beim Robo-Advisor. Viele Anbieter integrieren die Gebühren für die Kontoführung und/oder die Depotführung bei der Partnerbank in der Servicegebühr.

Fondskosten/ TER

TER steht für Total Expense Ratio, was Gesamtkostenquote bedeutet. Die TER fasst die jährlichen Gesamtkosten zusammen, die auf der Fondsebene anfallen. Darin enthalten sind Verwaltungsgebühren, Managementgebühren, Werbe- und Vertriebsausgaben sowie Depotbankkosten. Mit der TER lassen sich Gebühren unterschiedlicher Fonds vergleichen, wobei die TER abhängig von den Produkten im Portfolio ist.

Transaktionskosten auf Fondsebene

Auf Fondsebene fallen Transaktionskosten an, wenn innerhalb eines Fonds Einzeltitel ge- oder verkauft werden. Vergleichbare Kosten fallen auch bei eigenständigem Investieren an und sind unabhängig vom Robo-Advisor. Sie richten sich nach der Gebührenstruktur der Fondsverwahrsstelle (Depotbank). Transaktionskosten sind für Anleger:innen sowohl auf Depot- als auch auf Fondsebene schwer nachvollziehbar.

Spreads

Beim Kauf und Verkauf von Wertpapieren über Börsen fallen Kosten in Form eines Spreads zwischen dem Kauf- und Verkaufspreis an. Grundsätzlich gilt, je liquider das Finanzprodukt, desto geringer der Spread: Spreads bei hoch liquiden ETF liegen bei um die 0,07 % (7 Basispunkte), Spreads bei illiquiden ETF bei bis zu 2,00 % (200 Basispunkte). Bei liquiden Aktien bei ca. 0,02 % (2 Basispunkte), bei weniger liquiden Aktien um die 0,20 % (20 Basispunkte). Diese Gebühren sind – egal wo und wie die Geldanlage stattfindet – in der Regel kaum nachvollziehbar.

Einige Anbieter erhalten einen Teil des Spreads vom Händler als sogenanntes „Payment for Orderflow“. Dieses Verhalten hat die BaFin in der Vergangenheit bereits kritisch kommentiert, da das Interesse des Anbieters, eine möglichst hohe Rückvergütung über PfO zu bekommen, dem Interesse der Anlegenden, einen möglichst fairen Ausführungskurs zu bekommen, entgegensteht. Oftmals wird auch nur mit einem einzigen Händler/Broker zusammengearbeitet, der die Kurse im Grunde beliebig festlegen kann. Marktstudien haben gezeigt, dass dies selten der Fall ist, jedoch ist es für Privatanleger:innen kaum möglich dies nachzuvollziehen.

Bieten Robo-Advisor eine Disruption der Wertschöpfungskette?

In den Grafiken ist zu erkennen, wie sich unterschiedliche Geschäftsmodelle und Asset Management-Methoden auf die Kosten auswirken. Im folgenden Absatz wird zunächst auf die Zusammensetzung der Robo-Advisor allgemein in Abbildung 25 eingegangen.

Die Wertschöpfungskette eines Robo-Advisor beginnt üblicherweise mit der Servicegebühr, die durchschnittlich bei 0,80 % des angelegten Vermögens liegt. Daran reiht sich die Depotgebühr, die in etwa 0,15 % beträgt. Bei passiven Robo-Advisor, die in ETF investieren, folgt der ETF Spread, der Preisunterschied zwischen dem Kauf- und Verkaufspreis, der im Durchschnitt ebenfalls etwa bei ca. 0,15 % liegen kann. Die Fondskosten machen bei passiven Robo-Advisor durchschnittlich 0,40 % aus, die Transaktionskosten auf Fondsebene etwa 0,20 %.

Bei aktiven und passiven Robo-Advisor ist die Servicegebühr sowie die Depotgebühr durchschnittlich gleich. Sie liegt folglich bei 0,80 % und 0,15 %. Bei aktiven Fonds entfällt der ETF-Spread. Die Fondskosten sind durch den erhöhten Aufwand mit 1,50 % jedoch deutlich teurer. Die Transaktionskosten auf Fondsebene liegen ebenfalls bei etwa 0,20 %.

Vergleicht man die Wertschöpfungskette passiver ETF Robo-Advisor mit der einer eigenständigen Investition in ETF, wird deutlich, in welchem Ausmaß die Performance des zugrundeliegenden (Index-)Portfolios durch den Robo-Advisor reduziert wird. Da es bei einer eigenständigen Investition keine Servicegebühr gibt, sind Robo-Advisor dahingehend als Erweiterung der Wertschöpfungskette zu betrachten. Allgemein gilt, dass höhere Kosten nur dann gerechtfertigt sind, wenn dadurch eine systematisch höhere Performance erzielt werden kann. Oftmals entfällt durch die hohe Servicegebühr der Vorteil der passiven Geldanlage, d. h. die geringen Kosten. Dies wird im Kapitel 6 thematisiert, wenn es um die Performances verschiedener Robo-Advisor geht.

Mit Blick auf die untersuchten Robo-Advisor, die aktive Fonds nutzen (z. B. Fidelity Wealth Expert) wird ersichtlich, dass die Fondskosten etwas geringer ausfallen (können) als bei einer eigenständigen Investition in aktive Fonds. Der Kostenvorteil wird jedoch durch die anfallende Servicegebühr aufgehoben. Zu beachten ist hierbei, dass eine Investition in aktive Fonds auch deutlich teurer ausfallen kann als 1 %, wie mehrere Reports der ESMA (Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde) unterstreichen.

Mit Blick auf die aufgeschlüsselten Wertschöpfungsketten der untersuchten Robo-Advisor könnte angenommen werden, dass Robo-Advisor die Wertschöpfungskette zumindest um die Depotgebühren verknappen. Die Depotgebühren sind jedoch, wie auf Seite 59 beschrieben und in Abbildung 25 dargestellt, lediglich in der Servicegebühr integriert. D. h. dass viele Robo-Advisor die Depotgebühren aus der Servicegebühr heraus bezahlen.

In beiden Vergleichsszenarien wird sichtbar, dass die Höhe der Servicegebühr bei über 90 % der hier untersuchten Robo-Advisor alle anderen Kostenbausteine deutlich übertrifft. Diese Relation ist dahingehend interessant, dass der eigentliche Service der meisten Robo-Advisor hauptsächlich die Bereitstellung von Fremdprodukten (i. d. R. ETF) ist, die auch eigenständig gekauft werden könnten. Andererseits entlohnt die Servicegebühr natürlich auch die Programmierung und Wartung einer App sowie die Bereitstellung eines Kundenservice. Eine Gebühr für die Vermögensverwaltung und das Interface ist als solches gerechtfertigt. Die Höhe der Servicegebühr, die deutlich teurer als das zugrunde liegende i. d. R. wartungsarme Produkt ist, ist stattdessen fraglich.

Unterscheiden sich Robo-Advisor hinsichtlich ihrer Wertschöpfungskette?

Bei näherer Betrachtung der Geschäftsmodelle der untersuchten Robo-Advisor wird zudem ersichtlich, dass der Großteil nahezu identisch aufgebaut ist. Lediglich drei Robo-Advisor fallen aus diesem Muster raus und werden im Folgenden näher beleuchtet:

EVERGREEN

Als nachhaltiger Asset Manager mit direkter Kund:innen-Anbindung berechnet EVERGREEN keine Servicegebühr für die Vermögensverwaltung. Das Geschäftsmodell von EVERGREEN als digitaler Asset Manager erlaubt es dem Anbieter, auf die Berechnung von Service-, Depot- sowie Transaktionskosten zu verzichten. Vielmehr wird das Vermögensmanagement den Anlegenden direkt angeboten, ohne dass ein Robo-Advisor mit zusätzlichen Servicegebühren dazwischen geschaltet werden muss. Daraus ergibt sich, dass für Kund:innen lediglich Fondskosten von 0,59 % p. a. anfallen. Zudem senkt EVERGREEN durch die Nutzung von Futures (anstatt z. B. ETF) die Spreads innerhalb der eigenen Fonds auf 0,001 % bis 0,0001 % (0,1 bis 0,01 Basispunkte). Tatsächlich wird die Wertschöpfungskette hier verkürzt und die Kostenersparnis kann an die Anleger:innen weitergegeben werden.

Solidvest

Solidvest bietet aktiv gemanagte Einzeltitel-Portfolios für eine Servicegebühr von durchschnittlich 0,85 % p. a. an. Die Einzeltitel werden unmittelbar im Depot der Kund:innen gehandelt, wodurch auf keine Fonds oder ETF zurückgegriffen werden muss und somit auch keine Fondskosten anfallen. ETF-Spreadkosten fallen ebenfalls weg und somit bilden die Transaktionskosten auf Fondsebene von 0,20 % die letzte Komponente der Wertschöpfungskette von Solidvest.

Inyova

Der ursprünglich aus der Schweiz stammende Robo-Advisor Inyova bietet Impact Investing an. Für eine Servicegebühr von durchschnittlich 0,90 % p. a. können Anleger:innen sich ein Portfolio aus nachhaltigen Aktien aus High-Impact Unternehmen (und ggf. ausgewählten ETF, die einer Risikostreuung dienen) zusammenstellen lassen. Die Höhe der Servicegebühr richtet sich danach, wie viel Kapital verwaltet wird und nimmt bei höheren investierten Beträgen ab. Laut Inyova ist die Servicegebühr All-Inclusive und so fallen zusätzlich auch keine Fondskosten für Kund:innen an. Es addieren sich folglich nur noch 0,20 % Transaktionskosten auf Fondsebene auf die Servicegebühr.



Sowohl das Konzept der Robo-Advisor, als auch der Sektor Finanztechnologie (FinTech), in dem Erstere entstanden sind, suggerieren eine Disruption der Finanzbranche. Denn Begriffe wie „Robo-Advisor“ oder „FinTech“ deuten an, dass durch den Einsatz von Technologie einerseits menschliche Ressourcen eingespart werden und andererseits die Wertschöpfungskette durch Technologie verkürzt wird. Dass nicht alle Aufgaben in der Wertschöpfungskette der digitalen Geldanlage bei einer Instanz liegen, kann durchaus sinnvoll und notwendig sein. Trotzdem bieten die meisten Robo-Advisor, die mittels Technologie vereinfachen und komprimieren sollten, keine Reduktion der Wertschöpfungskette. Ein wichtiger Schritt für Robo-Advisor wäre dahingehend die Kombination der Vermögensverwaltung mit dem digitalen Asset Management. Eine Kombination, die zwar eine finanzwissenschaftliche Expertise erfordert, aber einen Mehrwert in Form von Kostensenkung und Individualisierung der Anlageprodukte an Kund:innen ermöglichen würde.

EVERGREEN

Welchen Mehrwert bieten Robo-Advisor im Vergleich zu Dachfonds?

In Kapitel 3 a wurde festgestellt, dass sich Robo-Advisor kaum hinsichtlich der von ihnen genutzten Investmentprodukte unterscheiden. Über 80 % aller untersuchten Robo-Advisor nutzen ausschließlich Fremdfonds, entweder aktive Fonds, ETF oder Indexfonds, zum Investieren der Kundengelder.

In Kapitel 5 wurde weiter festgestellt, dass sich Robo-Advisor kaum hinsichtlich ihrer Wertschöpfungsketten unterscheiden. Über 80 % aller untersuchten Robo-Advisor erheben eine Servicegebühr, welche unter Umständen auch Depotgebühren oder ähnliches enthält, und nutzen ansonsten die bestehende Wertschöpfungskette.



In Abbildung 26 wurde untersucht, welche operative Hülle die untersuchten Robo-Advisor nutzen, um die Investments der Kundengelder zu tätigen. Grundsätzlich eröffnen alle Robo-Advisor Wertpapierdepots für ihre Kund:innen. Die Unterscheidung setzt eine Ebene tiefer an und beantwortet die Frage: In welche operative Hülle werden die in Kapitel 3 a untersuchten Investmentprodukte gekauft? Dabei gibt es auf dem deutschen Robo-Advisor Markt drei Ausprägungen.

92 % aller untersuchten Robo-Advisor investieren die Kundengelder direkt innerhalb der Kundendepots. Dabei kann es sich sowohl um solche Robo-Advisor handeln, welche fremdgemangte Fonds als Investmentprodukte nutzen, als auch um solche, die Einzeltitel als Investmentprodukte nutzen. Die Systematik unterscheidet sich hierbei nicht zu einem selbst gemangten Depot bei einem Broker. So kauft der Anlegende die Investmentprodukte faktisch selbst und der Robo-Advisor ist wiederum berechtigt, Geschäfte im Namen der Kund:innen anzuweisen.

Die verbleibenden zwei Robo-Advisor nutzen eigene Fonds, um die Kundengelder zu investieren. Auch hierbei eröffnen die Kund:innen ein Depot und der Robo-Advisor ist dazu berechtigt, Geschäfte im Namen der Kund:innen anzuweisen. Im Unterschied investieren diese Robo-Advisor jedoch ausschließlich in ihre eigengemanagten Fonds. Dabei kann entweder in einen der eigengemanagten Fonds investiert werden, oder in mehrere. Das eigentliche Investment in die Investmentprodukte findet dann innerhalb der Fonds statt. Dieser Schritt, der zunächst wie ein Zusatz zur Wertschöpfungskette erscheint, bietet einige Vor- und Nachteile.

EVERGREEN

EVERGREEN setzt innerhalb seiner Fonds sowohl Derivate als auch Einzeltitel wie Aktien und Anleihen ein, um die Kundengelder zu investieren.

Easyfolio

Anders als EVERGREEN erbringt Easyfolio die Fondsmanagementleistung nicht selbst, sondern dies übernimmt die Internationale Kapitalanlagegesellschaft mbH, eine Tochter der HSBC. Grund hierfür sind vermutlich die regulatorischen Anforderungen sowie die operativen Hürden eines eigenen Fondsmanagements. In dieser Studie wird trotzdem von eigengemanagten Fonds gesprochen, da Easyfolio vermutlich signifikanten Einfluss auf die Zusammenstellung der Fonds hat. Easyfolio nutzt ETF als Investmentprodukte. Damit handelt es sich beim von Easyfolio angebotenen Fonds um einen Dachfonds.

Ein Vergleich der unterschiedlichen Wertschöpfungsketten ist in Tabelle 2 zu finden. Bei Tabelle 3 handelt es sich um einen Ausschnitt von Tabelle 2.

Gruppe	Robo-Advisor	Servicegebühr / Dachfondsgebühr	Depotkosten Kunden	Transaktionskosten Dachfonds	ETF-Spread	Fondskosten	Transaktionskosten Fonds	Einzeltitelspread
Fremdgemanagte Fonds	Dachfonds	/	0.10 % - 0.20 %	0.10 % - 0.50 %	0.10 % - 2.00 %	0.20 % - 2.00 %	0.10 % - 0.50 %	0.02 % - 0.10 %
	Kundendepot	0.50 % - 1.00 %	0.10 % - 0.20 %	/	0.10 % - 2.00 %	0.20 % - 2.00 %	0.10 % - 0.50 %	0.02 % - 0.10 %
Einzeltitel	Einzeltitelfonds	/	0.10 % - 0.20 %	/	/	0.20 % - 2.00 %	0.10 % - 0.50 %	0.02 % - 0.10 %
	Kundendepot	0.50 % - 1.00 %	0.10 % - 0.20 %	/	/	/	/	0.02 % - 0.10 %

Tabelle 3: Schematische Kosten des Fondsmanagements
Hierbei handelt es sich um einen Auszug aus Tabelle 2: Übersicht Schematische Kosten bei der Geldanlage.
Tabelle: Evergreen GmbH • Quelle: Studie Asset Management im Robo-Advisory 2023 • Erstellt mit Datawrapper

Anhand von Tabelle 3 ist zu erkennen, dass Robo-Advisor, welche die Kundendepots als operative Hülle benutzen, etwaige Dachfondskosten einsparen, dafür jedoch eine Servicegebühr erheben. Je nach Höhe der Fondskosten und Servicegebühr ergibt sich aus der operativen Hülle kein Unterschied für Kunden:innen. Der Unterschied entsteht in den operativen Kosten der Einzeltitelfonds bzw. Dachfonds. Für den extra aufgelegten Fonds müssen operative Tätigkeiten wie Verwahrstellengebühr, Buchhaltung, Abschlussprüfung und Transaktionskosten gezahlt werden.

Ist eine operative Fondshülle nun vorteilhaft für Kund:innen oder nicht?

Transaktionskosten

Die Summe der Transaktionskosten bei Verwendung einer Fondshülle ist meist geringer. Auf den ersten Blick mag es wirken, als würden mehr Transaktionskosten anfallen, da sowohl Transaktionskosten im Kundendepot anfallen als auch auf Fondsebene. Tatsächlich sind die Transaktionskosten im Kundendepot bei eigengemanagten Fonds jedoch geringer im Vergleich zum Handel von Einzeltitel oder ETF im Kundendepot. So werden die EVERGREEN-Fonds im Kund:innen-Depot immer transaktionskostenfrei und ohne Spread gehandelt. Ähnliche Modelle bieten auch andere Robo-Advisor. Wenn man nun vergleicht, welche Transaktionskosten in Kundendepots für das Handeln von ETF oder Einzeltiteln anfallen, so sieht man, dass Fonds aufgrund ihrer Größe und dem professionelleren Marktzugang deutlich bessere Konditionen bekommen. Des Weiteren können innerhalb der operativen Fondshülle Synergien gehoben werden. So werben einige Robo-Advisor beispielsweise damit, dass Käufe und Verkäufe von ETF innerhalb ihrer Kunden:innen miteinander verrechnet werden um Transaktionskosten zu sparen. Ein guter Ansatz, in einer operativen Fondshülle jedoch nicht nötig, da Käufe- und Verkäufe innerhalb eines Tages automatisch verrechnet werden.

Auch steuerlich hat eine operative Fondshülle Vorteile. So sind Verkäufe innerhalb von Kundendepots steuerpflichtig, während Verkäufe innerhalb der operativen Fondshülle steuerlich nicht bewertet werden. So entstehen durch Umschichtungen und Rebalancing keine negativen steuerlichen Auswirkungen für Kund:innen. Auch sind Fondskosten generell von der Mehrwertsteuer befreit, während Servicegebühren mehrwertsteuerpflichtig sind und damit die Gebühr für Kund:innen deutlich erhöhen.

Eine operative Fondshülle hat weitere Vorteile, insbesondere für die Anleger:innen. So unterliegen Fonds regulatorischen Anforderungen. Sie haben weitreichende Veröffentlichungspflichten, wie beispielsweise tägliche Performances, eine klare Kostenaufstellung, Jahresberichte und ähnliches. Auch entfällt bei operativen Fondshüllen das permanente Erstellen von Abrechnungen bei Umschichtungen für Kund:innen sowie das Verkaufen von Investments um die monatliche, quartalsweise oder jährliche Gebühr zu begleichen. Fondskosten werden täglich innerhalb des Fonds abgegrenzt und sind somit deutlich performanceneutraler. Auch haben operative Fonds den Vorteil, dass Sie über externe Broker gekauft werden können, was einen Verkauf von Strategien an Kund:innen ermöglicht, die für einen Robo-Advisor ansonsten schwer zu erreichen sind.

Haben operative Fondshüllen Nachteile abseits der operativen Kosten? Operative Fondskosten erhöhen den Verwaltungsaufwand und benötigen strengere regulatorische Lizenzen und daher auch deutlich mehr Expertise in diesem Gebiet. Das ist nicht grundlegend ein Nachteil, jedoch eine klare Hürde für viele Robo-Advisor.

Jedoch sind operative Fondshüllen nicht für jeden Robo-Advisor geeignet. So gibt es Anbieter, die Algorithmen nutzen, welche ein individuelles Portfolio für alle Kunden:innen zusammenstellt. Beispiele hierfür sind Inyova, Cominvest oder Scalable Capital. D. h. bei mehreren tausend Kund:innen ergeben sich hunderte individueller Portfolios. Jedoch gilt dies nur für einige Anbieter. Viele Anbieter haben eine deutlich geringe Auswahl an Portfolios. Dies wird von vielen Robo-Advisors damit begründet, dass es sich auch bei einer geringeren Anzahl von Portfolios nicht lohnt, eigene Fonds aufzulegen. So hat easyfolio beispielsweise drei verschiedene Fonds, was recht hohe Fixkosten mit sich bringt. Am Beispiel EVERGREEN zeigt sich jedoch, dass man auch mit wenigen eigengemanagten Fonds viele verschiedene Strategien abbilden lassen. Mithilfe von zukünftig vier verschiedenen Fonds werden bis zu 22 verschiedene Strategien angeboten.



Die Nutzung von operativen Fondshüllen hat viele Vorteile für Kunden:innen und auch für Robo-Advisor. Besonders wichtig hierbei ist die Transparenz. Der Gesetzgeber hat viele Richtlinien erlassen, um sicherzustellen, dass Anleger:innen ausreichend Informationen über Investmentfonds zur Verfügung haben und informierte Entscheidungen treffen zu können. Häufig versuchen sich Robo-Advisor dieser Regulatorik zu entziehen. So ist es im Bereich der Robo-Advisor üblich, über Performance, Portfoliozusammenstellung und Assets under Management zu schweigen. Dies sind jedoch essentielle Informationen für Anleger:innen und für professionelle Asset Manager wäre es undenkbar und auch regulatorisch nicht zulässig solche Informationen vorzuenthalten. So ist es bis auf inoffizielle Echtgeldtests, kaum möglich die Performance der Robo-Advisor zu vergleichen, während man Investmentfonds auf jeder gängigen Online-Plattform standardisiert vergleichen kann. Wirtschaftlich ist ein Portfolio bei einem Robo-Advisor mit einem individuellen Dachfonds vergleichbar. Warum sollten hier also andere Transparenzregeln gelten, die nachteilig für die Anlegenden sind?

EVERGREEN

b Im Fokus: Vanguard

Wie nachhaltig sind die Portfolios der Robo-Advisor wirklich?

Im Jahr 2020 setzte Vanguard mit dem Vanguard Digital Advisor zunächst einen Robo-Advisor für den US-amerikanischen Markt auf. Das angelegte Vermögen investiert Vanguard in ein Portfolio aus vier verschiedenen hauseigenen ETF. Die Allokation wird dabei individuell auf die Lebenssituation und die Risikotoleranz der Kund:innen abgestimmt. Nach eigener Angabe liegen die jährlichen Kosten, kombiniert aus der jährlichen Nettoberatungsgebühr und den Kostenquoten der Vanguard-Fonds, bei einem typischen ETF-Portfolio bei 0,20 % für Vanguard-Brokerage-Konten (The Vanguard Group, Inc., 2022).

Hinter dem Robo-Advisor Vanguard Invest steht die Vanguard Group, die mit ca. 8.500 Mrd. Dollar Assets under Management den zweitgrößten Vermögensverwalter der Welt darstellt. Im Jahr 1975 gründete John Bogle das Unternehmen mit der Intention, Privatanleger:innen günstige Geldanlagen anbieten zu können. Bogle selbst und Vanguard sind seither berühmt für die geleistete Pionierarbeit bei der Entwicklung von Indexfonds und ETF.

Seit 2022 ist nun auch das Deutsche Äquivalent des US-amerikanischen Robo-Advisor auf dem Markt zu finden. Investiert wird bei Vanguard Invest ausschließlich in hauseigene Indexfonds, die Aktien und Anleihen beinhalten. Auch hier werden die Fonds abhängig von der individuellen Anlagestrategie, die sich an der persönlichen Risikotoleranz und Lebenssituation orientiert, statisch gewichtet. Die Kosten einer Anlage bei Vanguard Invest liegen bei 0,65 % Servicegebühr pro Jahr sowie durchschnittlichen Fondskosten von 0,15 %. Die Servicegebühr inkludiert laut Website die Beratung durch den Robo-Advisor, die Bereitstellung des Portfolios sowie dessen tägliche Überwachung und Verwaltung, das Rebalancing, einen Kundenservice und eine Smartphone-App (Vanguard Group Europe GmbH, 2022).

Indexfonds ist der Überbegriff für indexabbildende Investmentprodukte, zu denen auch ETF gehören. Genauer gesagt sind ETF eine Sonderform des Indexfonds, der an der Börse gehandelt wird. Durch den Börsenhandel entstehen zwei Effekte: Erstens kann der Fonds zu jedem Zeitpunkt gehandelt werden, nicht nur zum Fondsclosing einmal täglich, wie es für Indexfonds und auch andere Fonds üblich ist. Zweitens bezahlt man für die permanente Handelbarkeit einen nicht zu unterschätzenden Preis, denn sogenannten ETF-Spread, d. h. die Börse erhebt eine implizite Gebühr für den täglichen Handel. Marktübergreifend werden ETF deutlich öfter gehandelt als ihr Pendant, der Indexfonds. Grund hierfür sind institutionelle Investoren und Fonds. ETF wurden bis vor einigen Jahren beinahe ausschließlich in diesem Gebiet eingesetzt, um beispielsweise Hedges durchzuführen oder kurzzeitig Marktexposure aufzubauen.

Anders als für institutionelle Investoren ist die Intraday-Handelbarkeit von ETF für Privatanleger:innen, die langfristig orientiert sparen, in der Regel von geringer Bedeutung. Um welche genaue Uhrzeit Käufe und Verkäufe während des Tages getätigt werden, wirkt sich kaum auf den langfristigen Wert ihrer Geldanlage aus und ist zufällig. Die meisten Privatanleger:innen haben weder den Zugang zu angemessenen Marktinformationen oder Handelsplätzen, um Handelsentscheidungen basierend auf Intraday Preisen zu treffen. So sind öffentliche Preisinformationen oftmals um 15 bis 30 Minuten verspätet und der Marktzugang kostet noch einmal zusätzliche 30 Minuten. Ein genaues Handeln von Intraday-Preisen ist daher für die meisten Privatanleger:innen nicht möglich und auch nicht wünschenswert.

Ein Preisunterschied zwischen den Fondskosten von ETF und Indexfonds lässt sich bei Vanguard Invest nicht feststellen. Bei gleichbleibenden Fondskosten und keinen ETF-Spreadkosten bieten Indexfonds somit einen klaren Kostenvorteil gegenüber ETF.

In dieser Studie wurde bereits aufgezeigt, dass die meisten Robo-Advisor auf dem deutschen Markt ETF nutzen. Von den untersuchten Robo-Advisor vertreibt nur Vanguard Invest Indexfonds. Mit Blick auf die Tatsache, dass zwischen ETF und Indexfonds kein Preisunterschied besteht, bei Indexfonds jedoch keine Kosten in Form von ETF-Spreads anfallen, stellt sich die Frage, wieso nicht mehr Robo-Advisor auf Indexfonds zurückgreifen.

Warum bleibt die Preisrevolution aus?

Bis auf die Nutzung von Indexfonds auf deutscher und ETF auf US-amerikanischer Seite, unterscheidet sich das Geschäftsmodell vom deutschen Vanguard Invest und dem US-amerikanischen Vanguard Digital Advisor nur unwesentlich. Es stellt sich daher die Frage, wieso das gleiche Modell auf dem deutschen Markt (insgesamt 0,80 % p. a.) viermal so teuer ist, wie das US-amerikanische Pendant (insgesamt 0,20 % p. a.).

Ein geläufiges Argument, das den starken Kostenunterschied zu erklären versucht, legt nahe, dass deutsche Anleger:innen deutlich aufwändiger davon überzeugt werden müssen ihr Geld anzulegen. Ein Großteil der hohen Gebühr würde dementsprechend in den Vertrieb des deutschen Robo-Advisor fließen. Insbesondere aus Kund:innen Perspektive scheint es jedoch ungerecht, dass erhöhte Vertriebskosten das nahezu identische Vanguard Produkt auf deutscher Seite vier Mal so teuer machen. Setzt man darüber hinaus die Fondskosten mit der Servicegebühr in ein Verhältnis, kann auch diesbezüglich in Frage gestellt werden, ob die Leistungen, die in der Servicegebühr abgedeckt werden (0,65 % p. a.) vier Mal so viel Wert sein sollen, wie das eigentliche Produkt (0,15 % p. a.), welches über gängige Broker gehandelt werden kann.

Im nationalen Vergleich liegt Vanguard Invest mit seinen Servicegebühren im Durchschnitt. Dies legt eine einfache Argumentation nahe – die Gebühren werden in dieser Höhe erhoben, weil das in Deutschland so üblich ist. Ein aus Geschäftsperspektive nachvollziehbarer Gedanke. Auf der einen Seite steigt die Gewinnmarge, auf der anderen Seite positioniert man sich nicht als „Billiganbieter“, welcher Vanguard als einer der größten Asset Manager mit Jahren an Erfahrung im Asset Management sicher nicht ist.

Schlussendlich kostet der digitale Robo-Advisor der Vanguard Group auf dem deutschen Markt deutlich mehr als in den USA und damit ist die Servicegebühr viermal so hoch wie die Kosten der angebotenen Indexfonds. Als zweitgrößter Vermögensverwalter weltweit mit eigenen ETF und Indexfonds hätte die Vanguard Group die Möglichkeit, ein im Vergleich zu anderen deutschen Robo-Advisor gleichwertiges Produkt zu deutlich geringeren Gebühren anzubieten und einen neuen (deutschen) Standard in der Preisgestaltung für Kund:innen zu etablieren. Mit Anbietern wie Wealthfront und Betterment in den USA, die mit Gebühren von 0,25 % p. a. am Markt agieren, ist der Preisdruck dort deutlich höher als in Deutschland. Die durchschnittliche Gebühr von Robo-Advisor hierzulande liegen bei 0,80 % p. a..

c Unabhängigkeit der Deutschen Robo-Advisor

Wer steckt hinter den Robo-Advisor auf dem deutschen Markt?

Knapp 30 % der untersuchten Robo-Advisor können als unabhängig klassifiziert werden. Ein Anbieter gilt als nicht unabhängig, wenn er oder sie von einem Finanzdienstleister gegründet oder gekauft wurde, welcher bereits vor Beginn der digitalen Vermögensverwaltung Dienstleistungen im Bereich der Vermögensverwaltung erbrachte.

Zu den unabhängigen Robo-Advisor zählen die Anbieter EVERGREEN, Ginmon, Investify, Inyova, Oskar und Whitebox. Besonders die beiden großen Anbieter Scalable Capital und Raisin Invest, welche technische gesehen ebenfalls unabhängig sind, stechen durch ihre Partnerschaft mit der ING Bank & BlackRock bzw. Vanguard heraus. Dabei handelt es sich zwar nicht um Mehrheits-eigner, jedoch ist die Affiliation sehr eng.

Es zeigt sich, dass alle Robo-Advisor mit Assets im Milliardenbereich wie Quirion (Quirion Privatbank), Scalable Capital (ING Bank & Blackrock), Raisin Invest (Vanguard) und Visualvest (Union Investment) und cominvest (Commerzbank) eng mit etablierten Asset Managern und Banken zusammenarbeiten.

Unabhängigkeit der Deutschen Robo-Advisor

Robo-Advisor	Marktstart	Abhängigkeit	Art der Abhängigkeit	Mehrheitseigner	Partnerschaften
Bevestor	2016	Abhängig	Bank	Deutsche Sparkassen	
Cominvest	2017	Abhängig	Bank	comdirect Bank AG	
Easyfolio	2014	Abhängig	Bank	Hauck Aufhäuser Lampe Privatbank	
Estably	2019	Abhängig	Asset Manager	Früh & Partner Vermögensverwaltung AG	
Evergreen	2020	Unabhängig			
Fidelity Wealth Expert	2018	Abhängig	Asset Manager	Fidelity	
Fintego	2014	Abhängig	Bank	European Bank for Financial Services GmbH (ebase®)	
Gerd Kommer Capital	2020	Abhängig	Asset Manager	Gerd Kommer Invest GmbH	
Ginmon	2015	Unabhängig			
Growney	2014	Abhängig	Asset Manager	Lloyd Fonds AG	
Investify	2015	Unabhängig			PAX Bank
Inyova	2017	Unabhängig			
Liquid	2015	Unabhängig			LGT Group & HQ Trust
Oskar	2019	Unabhängig		finanzen.net	Scalable Capital
Quirion	2013	Abhängig	Bank	Quirin Privatbank	
Raisin Invest	2012	Unabhängig			Vanguard
Robin	2017	Abhängig	Bank	Deutsche Bank	
Scalable Capital	2014	Unabhängig			ING & Blackrock
Smavesto	2019	Abhängig	Bank	Sparkasse Bremen	
Solidvest	2017	Abhängig	Asset Manager	DJE Kapital AG	
Vanguard Invest	2020	Abhängig	Asset Manager	Vanguard	
Visualvest	2015	Abhängig	Bank	Union Investment Bank	
Vividam	2018	Abhängig	Asset Manager	FiNet Asset Management AG	
Warburg Navigator	2017	Abhängig	Bank	M.M.Warburg & CO Bank	
Whitebox	2016	Unabhängig			
Zeedin	2018	Abhängig	Bank	Hauck Aufhäuser Lampe Privatbank	

Tabelle 4: Unabhängigkeit der Deutschen Robo-Advisor

Tabelle: Evergreen GmbH • Quelle: Studie Asset Management im Robo-Advisory 2023 • Erstellt mit Datawrapper

Es ist nicht verwunderlich, dass hinter vielen Anbietern etablierte Finanzplayer stecken. Im Gegenteil wäre es unbedacht für solche Institute einen solchen wichtigen Vertriebskanal nicht zu erschließen. Interessanterweise treten lediglich Quirion und Vanguard unter ihren etablierten Markennamen auf dem Robo-Advisor Markt auf. Andere Finanzplayer wählen eine Multi-Markenstrategie. Dies bietet verschiedenen Vor- und Nachteile. So können etablierte Marken Vertrauen erzielen aber auch ein bestehendes Image vermitteln, welches bei der Zielgruppe der Robo-Advisor nicht gut ankommt.

Welche Vor- oder Nachteile ergeben sich aus einer Unabhängigkeit? Hierzu kann kaum eine allgemeine Aussage getroffen werden. Es lässt sich eine leichte Tendenz feststellen, dass unabhängige Robo-Advisor zu niedrigeren Kosten neigen. Dies könnte kausal dadurch zu begründen sein, dass keine Cross-Finanzierung anderer Geschäftszweige angestrebt wird. Der Zusammenhang ist aber schwach und es gibt viele Ausnahmen.

Eigentlich sollte sich das Wirken etablierter Finanzunternehmen positiv auf die Asset-Management-Methoden der Robo-Advisor auswirken, können sie doch auf die große Expertise ihrer Muttergesellschaften zurückgreifen. Praktisch werden die Robo-Advisor jedoch oft wie interne Start-Ups behandelt und es findet wenig Austausch mit erfahrenen Asset Managern statt. Stattdessen wird das digitale Interface in den Vordergrund gestellt.

6 Rendite-Risiko-Vergleich

Was bedeutet Nachhaltigkeit für Robo-Advisor?

Der Performancevergleich verschiedener Robo-Advisor in dieser Studie legt besonderen Fokus auf die Relation zwischen Risiko und Rendite, anhand derer die verschiedenen Anbieter und Asset Management-Methoden verglichen werden können. Ein Vergleich der Rendite ohne Zuordnung des Risikos ist oftmals irreführend, da ein Grundverständnis von Anbietern und den Strategien zugrunde liegenden Risiken vorausgesetzt wird. Im schlimmsten Fall wird das Risiko als gleichverteilt angesehen, wodurch Anleger:innen ein Angebot auswählen, welches historisch gesehen ein klein wenig mehr Gewinn erzielt hat und sich dadurch große Risiken in ihr persönliches Portfolio kaufen. Viele Vergleichsportale vergleichen Robo-Advisor anhand von Risikokategorien. Dies ist eine legitime, allerdings ungenaue Methode. Das Problem liegt in der Zuordnung zu den Risikokategorien. Hier werden oftmals Größen wie die Aktienquote genutzt oder es wird versucht, basierend auf subjektiven Einschätzungen Risiken zu kategorisieren. Dies ist in der Regel allerdings eine sehr grobe Approximation und birgt die Gefahr, dass Risiken falsch eingeschätzt werden. Für einen aussagekräftigen Rendite-Risiko-Vergleich braucht es daher quantifizierbares Risiko.

Die große Schwierigkeit bei der Quantifizierung von Risiken bei Robo-Advisor liegt in der Qualität der verfügbaren Daten. Laut offizieller Offenlegungsverordnung müssen für alle Publikumsfonds Performancedaten für Kalenderjahre, Kalendermonate sowie verschiedene rollierende Zeiträume angegeben werden. Dies trifft auf Robo-Advisor leider nicht zu. Hier können individuelle Zeiträume oder auch gar keine genauen Performancezahlen veröffentlicht werden. Auch unterscheiden sich veröffentlichte Daten für denselben Zeitraum je nach Anbieter der Datenquelle und auf Anfrage geben nur wenige Robo-Advisor detaillierte Performancezeitreihen heraus. Des Weiteren ist oft unklar, inwieweit die Kosten der Robo-Advisor in den verschiedenen Performanceangaben enthalten sind. Daher wurde im Rahmen dieser Studie beschlossen, ausschließlich auf sogenannte Echtgeldtests zurückzugreifen. Diese werden von unabhängigen Plattformen erhoben. Solche Echtgeldtests haben Vor- und Nachteile. Sie sind unabhängig von Anbietern, können von diesen also nicht gesteuert werden und schließen meist alle anfallenden Kosten ein. Es gilt jedoch zu beachten, dass Anbieter von Echtgeldtests durch Kundenvermittlung an Robo-Advisor profitieren. Dies sollte sich jedoch nicht auf die Unabhängigkeit und Qualität der Daten auswirken. Außerdem ist die Qualität der Daten abhängig von der Qualität der ausgewiesenen Daten der Robo-Advisor. Trotzdem bieten Echtgeld-Vergleiche die einzige vollständige und konsistente Datenquelle für Performancedaten von Robo-Advisor.

Im Rahmen dieser Studie wird auf exklusive Daten des Echtgeldtests von Geldanlage-digital.de zurückgegriffen. Diese beinhalten wöchentliche Renditen für ausgewählte Robo-Advisor und Strategien. Es wurde dabei jeweils eine moderat risikoaverse Strategie ausgewählt. Die Daten umfassen wo vorhanden das Jahr 2021 sowie das Jahr 2022.



Die Vergleichbarkeit von Robo-Advisor ist die wahrscheinlich größte Hürde für Anleger:innen bei der Suche nach der passenden Geldanlage und es ist zugleich auch einer der größten Nachteile gegenüber voll regulierten und transparenten Publikumsfonds. Eingängige Affiliateplattformen und Vergleichsstudien liefern nur äußerst selektive Daten. Das liegt sowohl an der Art der Datenerhebung als auch an den Anbietern, welche sehr sparsam mit Performancedaten sind. Kein:e informierte:r Anleger:in würde beim Vergleich von ETF, aktiven Fonds oder Aktien eine Investitionsentscheidung treffen, ohne vorher aussagekräftige Vergleiche mit Konkurrenten vorzunehmen. Bei Robo-Advisor ist das aufgrund fehlender Regulatorik schwierig. Das am besten vergleichbare Merkmal sind hier noch die Kosten, so kompliziert sie auch sind. Jährlichen und mit Glück monatlichen Performancevergleiche sind schlichtweg unzureichend, wenn es um einen sinnvollen Vergleich von Performances geht. Nicht ohne Grund schreibt der Gesetzgeber vor, dass für jeden zum Vertrieb an Privatpersonen zugelassenen Fonds verschiedenste Performancezeiträume aber auch tägliche Zeitreihen zur Verfügung gestellt werden müssen. Mithilfe täglicher Performancezeitreihen können Anleger:innen erfahren, woher Performanceunterschiede kommen – z. B. ob eine Out- oder Underperformance ein genereller Trend ist oder durch den zeitraumspezifischen Ausschnitt entsteht; ob eine Anlage eventuell in einem Zeitraum besser performt, nachdem sie jahrelang schlechter performt hat; wie eine Anlage auf einen Crash reagiert hat und wie das Verhältnis der Anlage zum allgemeinen Marktgeschehen ist. All diese Informationen lassen sich nur aus täglichen Zeitreihen ziehen und eine geschickte Auswahl von spezifischen Zeiträumen kann ein Shortcoming einer Geldanlage mühelos verbergen. Die einzige Möglichkeit für Anleger:innen sich zu informieren, besteht in oftmals kryptischen Grafiken oder Zahlen auf den Websites einzelner Anbieter. Die Bereitstellung von täglichen Daten auf der eigenen Website aber auch auf unabhängigen Finanzdatenplattformen ist essentiell für einen fairen Umgang mit Anleger:innen. Solche Informationen zu verschleiern war früher schon eine gängige Praxis in der Asset Management-Branche bevor der Gesetzgeber dieser mithilfe von Offenlegungspflichten einen Riegel vorschob. Eine Praxis, die für Robo-Advisor leider nicht greift. Robo-Advisor als technologische Vorreiter der Branche haben hier die Möglichkeit einen großen Mehrwert für Anleger:innen zu liefern. Durch den zentralen Anlaufpunkt über die digitale Plattform können Robo-Advisor steuern, was Anleger:innen sehen und haben die Möglichkeit, viele Informationen je nach gewünschter Tiefe, darzustellen und Durchsicht zu gewähren, die normale Asset Management-Anbieter über standardisierte Informationsplattformen nicht anbieten können.

EVERGREEN

Anhand der durch Geldanlage-digital.de zur Verfügung gestellten Daten kann nun ein Rendite-Risiko-Vergleich der verschiedenen Robo-Advisor und Strategien vorgenommen werden. Die Rendite wird approximiert durch die Jahresrendite für das Jahr 2021 und das Jahr 2022 sowie der kumulierten Rendite, berechnet auf den kumulierten Monatsrenditen. Für ausgewählte Robo-Advisor ist nur die Rendite aus dem Jahr 2022 vorhanden. In diesen Fällen wurde auch keine kumulierte Rendite berechnet. Eine korrekte langfristige Darstellung der Rendite würde normalerweise über eine annualisierte Rendite dargestellt werden. Dies ist jedoch nur dann sinnvoll, wenn die Daten mehrere Jahre umfassen, da die Annualisierung ansonsten verzerrend wirkt.

Das Risiko wird durch zwei verschiedene Kennzahlen approximiert: Durch den Maximum Draw-down über den gesamten Zeitraum, sowie der annualisierten Volatilität. Der Maximum Draw-down beziffert die Differenz zwischen dem Hochpunkt und dem Tiefpunkt der Gesamtrendite im betrachteten Zeitraum, berechnet auf den kumulierten wöchentlichen Renditen. Mithilfe der wöchentlichen Renditen des Echtgeldtests von Geldanlage-digital.de kann auch eine annualisierte Volatilität berechnet werden. Bei der Volatilität handelt es sich um die Standardabweichung der Stichprobe, d. h. die absolute Abweichung der Renditen vom Durchschnitt. Für wöchentliche Daten ergibt sich die wöchentliche Volatilität, die durch eine Multiplikation mit der Wurzel der Anzahl von Wochen pro Jahr annualisiert wird.



Rendite und Risiko hängen unmittelbar zusammen. Was professionellen Anleger:innen immer schon klar war, ist für private Anleger:innen oftmals schwer zu verstehen. Das gilt besonders für solche, die sich über Robo-Advisor einen einfachen und unkomplizierten Einstieg in die Geldanlage wünschen. Dabei handelt es sich nicht nur um eine Binsenweisheit, sondern um eine der grundlegendsten Annahmen der Finanzmärkte – wie im Englischen so passend gesagt wird: „There is no such thing as a free lunch“. Oder um es etwas fachlicher auszudrücken: Rendite über dem risikofreien Zinssatz ist eine Risikoprämie, d. h. eine Entlohnung dafür, dass Anleger:innen Risiko auf sich nehmen. Je nach Höhe der Entlohnung für das jeweilige Risiko kann sich eine Anlage mehr oder weniger lohnen – von Harry Markowitz auch Efficient Frontier (dt. Effizienzgrenze) genannt. Rendite ist immer eine abhängige Funktion des Risikos. Das Problem hierbei ist, dass Risiko, anders als Rendite, keine klar definierte Messgröße ist. Standardmessgrößen für Risiken sind z. B. Volatilität, Maximaler Drawdown und Value at Risk. Ein weiteres Problem ist, dass Risiko nicht statisch ist. Entsprechende Versuche, Risiko anhand von statischen Kennzahlen, wie z. B. einer Aktienquote zu klassifizieren funktionieren schlichtweg nicht. Die Messung von Risiken beschäftigt die Wissenschaft seit Jahrzehnten. Das ist für private Anleger:innen natürlich keine gute Nachricht, aber genau hier greift der eigentliche Verantwortungsbereich von Vermögensverwaltern. Nicht jede:r Anleger:in muss selbst das Risiko messen können und herausfinden, wo ein Rendite-Risiko-Profil, also die Kombination aus Rendite und Risiko einer Geldanlage, relativ zum Efficient Frontier liegt, d. h. relativ zum „optimalen“ Rendite-Risiko-Profil eines gegebenen Risikoniveaus. Es sollte allerdings stets klar sein: Rendite = Risiko. Daher sollten sich Anbieter fairer Geldanlagevergleiche detailliert mit dem Thema befassen, um sinnvolle Rendite-Risiko-Profile zu erstellen und vergleichbar zu machen. Risiko ist kein einfaches Thema, aber ein Performancevergleich mit unzureichender Risikobeurteilung schadet mehr als er hilft.

EVERGREEN

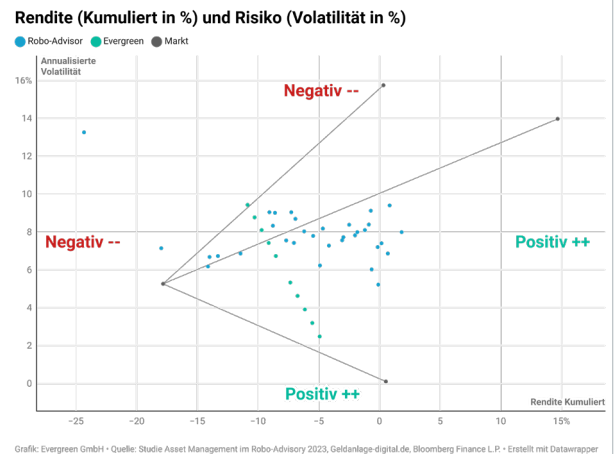
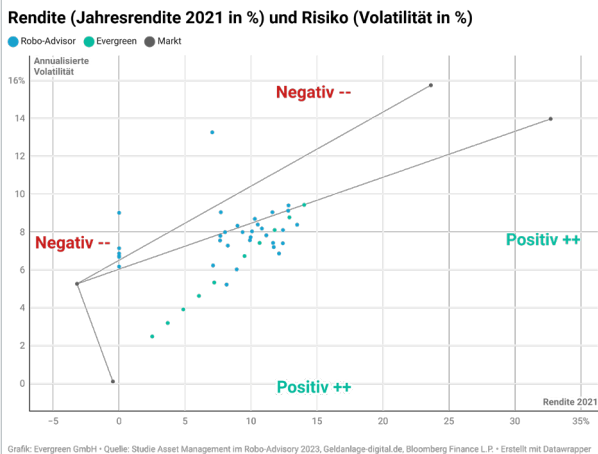
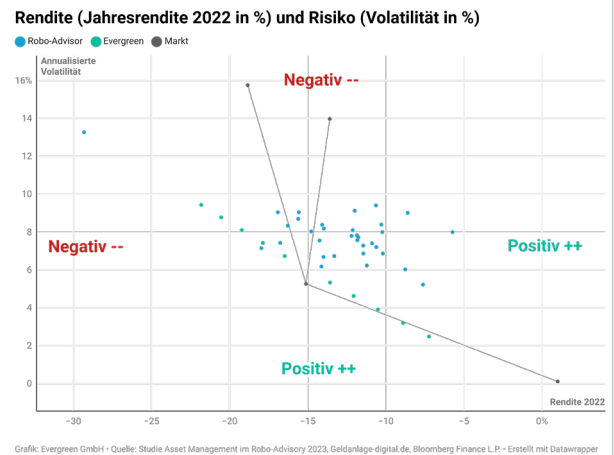
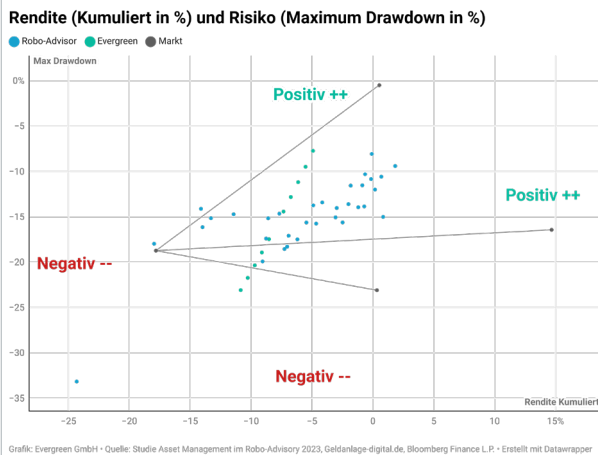
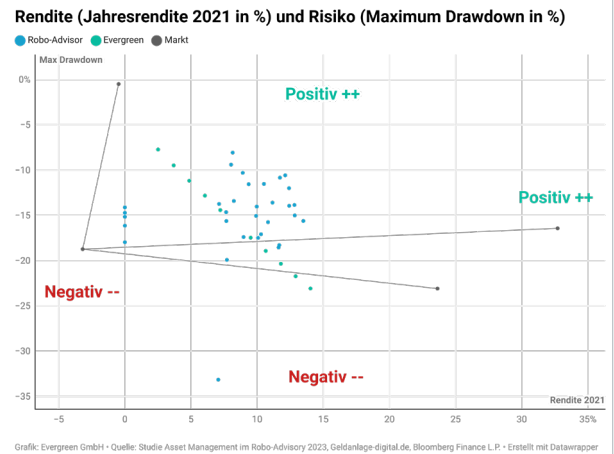
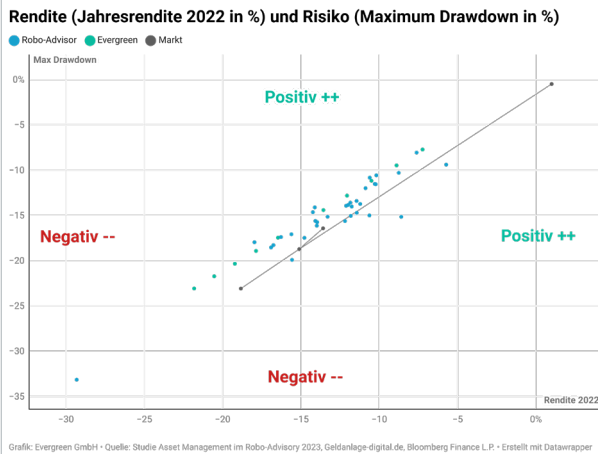


Abbildung 27: Rendite-Risiko-Profile

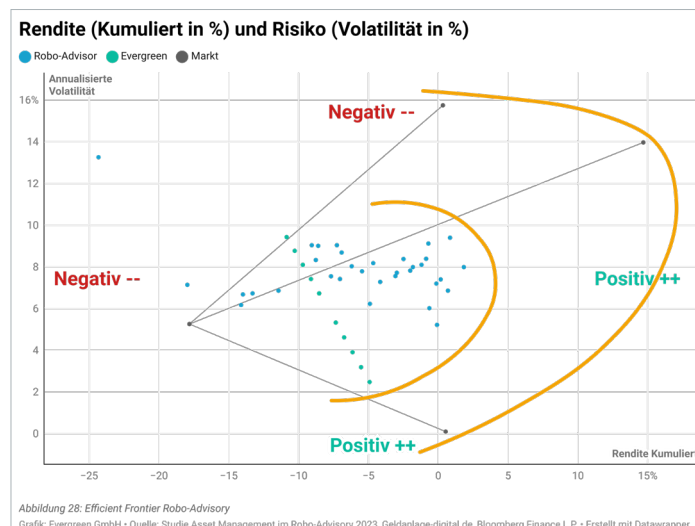


Unter dem folgenden Link kann eine Webversion der Rendite-Risiko-Profile aufgerufen werden, welche durch Tooltips einen tieferen Einblick in die Grafiken ermöglicht und zusätzliche Informationen freischaltet.
links.evergreen.de/rendite-risiko-profile

Um die gemessenen Renditen in Relation zum eingegangenen Risiko zu betrachten, wird in Abbildung 27 die Rendite auf der X-Achse und das Risiko auf der Y-Achse abgebildet. Dieser Vergleich spiegelt den Zielkonflikt eines jeden Investors bzw. einer jeden Investorin wider: Welches Verhältnis zwischen Risiko und Rendite ist man bereit einzugehen? Generell gilt, dass mit steigendem Risiko die erwartete Rendite zunimmt. Als Referenz werden drei gängige ETF und eine Cashbenchmark (EURIBOR1M) in die Abbildung eingefügt: der iShares Core MSCI World UCITS ETF (IE00B4L5Y983), der iShares MSCI World EUR Hedged UCITS ETF (IE00B441G979) und der Xtrackers II Global Government Bond EUR Hedged ETF (LU0378818131). Die ausgewählten marktbreiten ETF werden repräsentativ herangezogen, es kann jedoch auch andere marktbreite ETF mit einem abweichenden Jahresrendite-Drawdown-Verhältnis geben. Die eingezeichneten Geraden bilden alle Punkte ab, die mittels einer Kombination aus Geld auf dem Bankkonto und den beiden ausgewählten Referenz-ETF erreicht werden können.

Zum besseren Verständnis der Abbildung 27 kann sich für die Grafiken eine sogenannte Efficient Frontier vorgestellt werden, siehe Abbildung 28. Die Efficient Frontier besagt, dass es für jedes gegebene Risiko eine maximale Renditeerwartung gibt bzw. für jede gegebene Renditeerwartung ein minimales Risiko. Liegt ein Portfolio auf dieser Efficient Frontier, so ist es ein optimales Portfolio, d. h. ein Portfolio, das gegeben seines Risikos nicht besser performen könnte bzw. ein Portfolio das gegeben seiner Performance nicht weniger Risiko haben könnte. Wichtig zu verstehen ist, dass die Efficient Frontier ein theoretisches Konzept ist. Praktisch gibt es keine Möglichkeit die Efficient Frontier genau zu ermitteln – angefangen bei der Problematik wie man Risiko ermittelt, aber auch die Annahme, dass Risiko eindimensional ist, ist problematisch. Ganz abgesehen davon, dass historische Renditen kein Indikator für zukünftige Performance ist und eine Renditeerwartung daher keinen Sinn macht.

Die Efficient Frontier ist also ein sehr abstraktes Konzept, kann aber bei der Einordnung verschiedener Portfolios helfen. Umso näher ein Portfolio an einer Efficient Frontier liegt (auch wenn diese Efficient Frontier eine sehr grobe Approximation ist, welche nur auf historischen Werten beruht), desto „optimaler“ das Portfolio. Hierbei ist eine Erkenntnis besonders wichtig – ein Performancevergleich kann keinen Sieger haben. Ein Sieger würde voraussetzen, dass alle Portfolios dasselbe Risiko haben. Dies ist schlicht unmöglich. Stattdessen gibt es viele verschiedene Sieger – alle gegeben des jeweiligen Risikoniveaus. Mithilfe der Efficient Frontiers kann diese Logik veranschaulicht werden.



Die Grafiken weisen eine interessante Besonderheit aus. Auf Marktebene ist die „Efficient Frontier“ bestehend aus marktbreiten ETF deutlich besser als die „Efficient Frontier“ der Robo-Advisor. Grund dafür ist, dass die „Efficient Frontier“ aus marktbreiten ETF keine Anleihen enthält, welche besonders in 2022 ein historisch schlechtes Jahr hatten. Alle untersuchten Robo-Advisor nutzen jedoch Anleihen in ihren Portfolios, weshalb die „Efficient Frontier“ der Robo-Advisor deutlich unter der „Efficient Frontier“ aus marktbreiten ETF entsteht. Wichtig hierbei ist, dass es sich um eine historische Betrachtung handelt. Eigentlich müsste die zukünftige Renditeerwartung betrachtet werden, welche ganz anders aussehen würde, erzielen Anleihen doch inzwischen eine Verzinsung von weit über zwei Prozent per annum. Da es sich hierbei jedoch um einen historischen Performancevergleich handelt, wird dies in den Grafiken nicht widergespiegelt.

Auf das Jahr 2021 wird nicht weiter eingegangen, da es in der vorigen Studie bereits ausführlich betrachtet wurde. Im Jahr 2022 gibt es einige Erkenntnisse hinsichtlich der Performance der Robo-Advisor. Zur Messung des Risikos im Jahr 2022 eignet sich beispielsweise der Maximum Drawdown nicht. Grund dafür ist, dass der Maximum Drawdown vieler Robo-Advisor zum Jahresende 2022 entstanden ist. D. h. zwischen dem Maximum Drawdown und der Jahresrendite besteht ein beinahe linearer Zusammenhang, welcher die eigentliche Aussage der Grafik verzerrt. Für das Jahr 2022 sollte am besten die annualisierte Volatilität als Approximation des Risikos genutzt werden. Betrachtet man das Jahr 2022 und die Volatilität, so erkennt man eine Clustering der Robo-Advisor. Anders als beispielsweise im Jahr 2021, wo besonders Nachhaltigkeitsstrategien sehr gut performten, kann in 2022 jedoch kein systematischer Trend erkannt werden. Weder gibt es einen Trend hinsichtlich der Nachhaltigkeit noch hinsichtlich der Asset-Management-Methoden wie Asset oder Faktorallokation.

Wichtig für das Jahr 2022 ist es das Jahr mit der Brille eines Risk-Off Szenarios zu betrachten. Mit anderen Worten umso höher das Risiko der Strategie umso höher der Verlust in 2022. Dies kann im Gegenzug bedeuten, dass das eingegangene Risiko in einer Aufschwung-Phase überdurchschnittlich stark kompensiert wird, muss es aber nicht.

Aus der Grafik für 2022 stechen einige Robo-Advisor heraus, wie beispielsweise Estably und fintego, die ein deutlich höheres Risiko und in Folge auch niedrigere Performance als ihre Mitbewerber ausweisen. Dies kann bedeuten, dass diese Strategien der Robo-Advisor ein höheres Risiko als die große Masse eingehen. Auf der positiven Seite stechen besonders cominvest und Robin mit einem überdurchschnittlichen Rendite-Risiko-Profil heraus. Bei beiden Betrachtungen handelt es sich um einen sehr eingeschränkten Zeitraum und die Ergebnisse können nur anekdotischen Charakter haben. Bei EVERGREEN, wo die gesamte Produktpalette angezeigt wird, ist klar, dass die sehr hohen und sehr niedrigen Risikoklassen gegenüber den moderaten Risikoklassen der Wettbewerber hervorstechen. So haben die hohen Risikoklassen im Jahr 2022 schlechter performt, die niedrigen Risikoklasse dafür besser.

Schaut man sich die Grafiken für den kumulierten Zeitraum von 2021 und 2022 an, so sieht man, dass sowohl der Maximum Drawdown als auch die annualisierte Volatilität zu sehr ähnlichen Ergebnissen führen. Umso länger der betrachtete Zeitraum umso stabiler werden diese Ergebnisse. Die Ergebnisse für den kumulierten Zeitraum sind jedoch auch sehr ähnlich zu den Ergebnissen des Jahres 2022, das aufgrund seines stark negativen Ausschlags einen sehr starken Effekt auf den kurzen 2-Jahres-Zeitraum hatte. So sind die Strategien, welche im Jahr 2022 herausstachen, auch in der kumulierten Rendite zumeist die Unternehmen, die herausstachen. Ausnahme hierbei ist der Anbieter EVERGREEN. Durch eine sehr gute Performance im Jahr 2021 hat sich das Ergebnis im kumulierten 2-Jahres-Zeitraum deutlich verbessert.

Welche Rolle spielen Währungen in der Performance der Robo-Advisor?

Eine Besonderheit mit Blick auf das Jahr 2022 ist die Währungsperformance. Sehr gut zu erkennen an der unterschiedlichen Performance des MSCI World in EUR gegenüber der Performance des MSCI World in EUR Hedged. Wie kommt die Währungsperformance zustande, wenn doch beides in EUR gerechnet wird? Der MSCI World besteht zu ungefähr 70 % aus US-Dollar notierten Aktien, sowie aus diversen anderen Währungen, welche der Einfachheit halber und wegen ihrer geringen Gewichtung jedoch nicht betrachtet werden. Wenn ein Fonds währungsungesichert ist, aber in EUR notiert, so werden alle Aktien zuerst in ihrer lokalen Währung bewertet und danach mit dem aktuellen Währungskurs in EUR umgerechnet. Mit anderen Worten, wenn sich der Preis einer Aktie in lokaler Währung von einem Tag auf den anderen nicht ändert, die lokale Währung sich aber um 2 % gegenüber dem EUR ändert, so weist die Aktie in EUR eine Performance von 2 % auf. Mit anderen Worten bedeutet das, dass bei währungsungesicherten Produkten die Performance einer Aktie sowohl aus der Währung als auch aus der Aktie selbst kommt. Bei einem währungsgesicherten Produkt wird die Veränderung der Währung durch eine extra Position ausgeglichen. Dazu gibt es verschiedene Finanzprodukte. Das bedeutet, wenn sich der Preis einer Aktie in lokaler Währung von einem Tag auf den anderen nicht ändert, die lokale Währung sich aber um 2 % gegenüber dem EUR ändert, so weist die währungsgesicherte Aktie in EUR keine Performanceänderung auf.

Wenn nun, wie in 2022 der USD zwischenzeitlich knapp 20 Prozent gegenüber dem EUR zulegt, so bedeutet das für einen währungsungesicherten MSCI World Investor, dass er 14 Prozent mehr Performance verbucht hat, als der währungsgesicherte Investor. Umgedreht gilt natürlich auch das Gegenteil, wenn der USD wieder abgibt. Die langfristigen Auswirkungen einer ungesicherten Währungskomponente wurden in Kapitel 3 b bereits näher betrachtet. Mit Blick auf Abbildung 11: Musterportfolio Währungsallokation Aktien ist erkennbar, dass es bei den Währungsallokationen einen deutlichen Unterschied gibt. So hat Growney eine USD-Quote von knapp 66 %, Ginmon hingegen nur 30 % und EVERGREEN streckenweise sogar 0 %. Das heißt für Robo-Advisor die in 2021 und 2022 eine hohe USD-Quote hatten, dass diese eine gute Investmententscheidung getroffen haben. Aber Währungen sind nicht ganz so einfach zu verstehen wie Aktien, wie in Kapitel 3 b beschrieben. Sie haben keine langfristige positive Performance, sondern schwanken mehr oder weniger konstant um einen einheitlichen Wert. Man spricht auch von mean reverting. Währungen sind nämlich enorm anfällig für Zinspolitik und können von Zentralbanken gesteuert werden. Dies ist bereits Ende 2022 ersichtlich, als der EUR gegenüber dem USD wieder deutlich zulegte, nachdem die EZB anfang, die Zinsen zu erhöhen.

Was bedeutet dies für den Rendite-Risiko-Vergleich? Grundsätzlich ist Performance natürlich Performance und eine hohe USD-Quote in 2022 hat zu einer guten Performance beigetragen. Die Währungsthematik ist allerdings wichtig um zu verstehen, wie die abweichende Performance einiger Anbieter und Strategien zustande kommt. Langfristig gleicht sich der Performancebeitrag aus Währungspositionen vermutlich aus und es bleibt die Aktien-, Anleihen- und Cashrendite. Durch aktive Währungssteuerung könnte eine positive Währungsperformance eingeloggt werden. Dies ist jedoch spekulativ und erfordert viel Investorfahrung und intelligente Währungsstrategien, was beim Einsatz von ETF im Robo-Advisor Portfolio nicht zu erwarten ist.

7 Marktausblick

Was wird die Kapitalmärkte in 2023 beeinflussen? Selbstverständlich ist die Zukunft nicht vorhersehbar, jedoch lassen sich aus der Erwartungshaltung des Marktes gewisse Prognosen treffen. Die Buzzwörter: Zinsen, Inflation, Rezession, Ukraine. Derzeit scheint es als würden zumindest zwei der Themen, die die letzten beiden Jahre stark beeinflusst haben, sich deutlich entspannen. Sowohl der Einfluss des Coronavirus auf das alltägliche Leben und die Wirtschaft als auch die knappen Lieferketten werden sich voraussichtlich deutlich entspannen. Das Damoklesschwert bleibt jedoch der Ukrainekonflikt. Aufrüstung auf beiden Seiten sowie ein sich verhärtender Stellungskrieg – die Situation bleibt zum Leidwesen aller Betroffenen weiter gefährlich.

Doch auch die Themen Zinsen und Inflation, welche 2022 dominiert haben, werden 2023 präsent bleiben. Die aktuellen Prognosen sehen die Inflation zurückgehen. Doch die Wahrscheinlichkeit einer anhaltenden Rezession, welche 2022 zwar ebenfalls drohte, jedoch von der Inflation überlagert wurde, steigt stetig. Dies wirkt sich auch auf die Zinsen aus. Die Zentralbanken rechnen damit das Zinserhöhungstempo aufgrund der zurückgehenden Inflation senken zu können. Die Märkte gehen sogar noch einen Schritt weiter. In den ersten Monaten des Jahres 2023 hat die Inversion der europäischen Zinskurve massiv zugenommen. Liegen die 1-jährigen Zinsen noch bei über 2,6 %, so liegen die 3-jährigen Zinsen bereits nur noch bei 2,2 %. Da die nächsten Zinsschritte der EZB Richtung 2,5 % quasi feststehen, preisen die Märkte bereits Zinssenkungen zum Ende des Jahres ein. Ein Anzeichen für eine kommende Rezession.

Was bedeutet dies für die Aktien- und Anleihenmärkte? Die Anleihenmärkte haben die Chance doppelt zu profitieren. Einerseits von der bestehenden Verzinsung, welche 2022 stark gestiegen ist und in welche bereits die nächsten Zinsschritte eingepreist sind. Andererseits würden die Anleihenurse von Zinssenkungen profitieren. Für die Aktienmärkte sind die Aussichten hingegen weniger rosig. Eine Rezession würde die Aktien wie auch den Arbeitsmarkt stark treffen. Gleichzeitig ist die Chance, dass die Zinsen wieder auf das präferierte Niedrigzinsniveau fallen, sehr gering.

Und was kommt für die Robo-Advisor? Wie im Marktausblick der Studie 2022 bereits vermutet, scheint die Konsolidierung bei den FinTechs bereits zu laufen. Das Jahr 2022 war von einigen Insolvenzen und auch der einen oder anderen Übernahme geprägt. Weiter spannend bleibt es im Robo-Advisor Markt. Noch immer gibt es viele Anbieter mit nahezu identischen Geschäftsmodellen und Asset-Management-Methoden. Außerdem rüsten viele etablierte Player mit digitalen Angebote nach und spätestens seit dem Aufkommen von Neo-Brokern hat das Sparen in ein ETF-Portfolio weitere Konkurrenz bekommen.

Das Wachstum in diesem Jahr ist letztlich stark vom Marktsentiment abhängig. Befanden sich die Mittelzuflüsse in jegliche Kapitalanlage in 2021 noch auf Rekordniveau, so sind viele Anleger:innen 2022 auf die Nase gefallen und haben sich zum Beispiel bei Neo-Brokern verzockt. Viele Privatanleger:innen tendieren dazu, in Boomphasen auf den fahrenden Kapitalanlagezug aufzuspringen und am Tiefpunkt wieder auszusteigen, um sich für längere Zeit vom Kapitalmarkt zu verabschieden. Hier liegt aber auch eine Chance für Robo-Advisor, denn wichtiger als die Akquisition und das Onboarding von Kund:innen ist deren Bindung und Aufklärung während der Ansparphase. Dies ist besonders wichtig angesichts der jüngsten Zinserhöhungen, denn Tagesgeld ist zumindest nominal wieder in und steht nun in Konkurrenz zur langfristigen Kapitalanlage.

Anhang 1

Auswahl der Robo-Advisor			
Robo-Advisor	Auswahl	Gründung	Exit
Bevestor	WAHR	2016	
Baloise Monviso			
Castell-Insight			
Cominvest	WAHR	2017	
Cooler Future			
diginvestor			
LPVV			
Easyfolio	WAHR	2014	
Easyinvesto			
Estably	WAHR	2019	
Evergreen	WAHR	2020	
Financery			
Fidelity Wealth Expert	WAHR	2018	
Fintego	WAHR	2014	
Flossbach von Storch One			
Fyndus			
Gerd Kommer Capital	WAHR	2020	
Ginmon	WAHR	2015	
GLS OnlineInvest			
Growney	WAHR	2014	
Investify	WAHR	2015	
Invesdor (ehemals Kapilendo)			
Invest2win			
Inno Invest			
Inyova	WAHR	2017	
Laic			
Lipid	WAHR	2015	
LONI			2022
Minveo			
Moneyfarm			2020
My-Si			
Onvest			
Openbank			
Oskar	WAHR	2019	
Pax-Investify			
Peaks			
Peningar			
Pixit			
Prosperity			
Quirion	WAHR	2013	
Raisin Invest	WAHR	2012	
Robin	WAHR	2017	
Rubarb			2022
Scalable Capital	WAHR	2014	
Smart angehen			
Smavesto	WAHR	2019	
Sutor Bank			
Solidvest	WAHR	2017	
Solidvest Blue			2022
Triodos Impact Portfolio Manager			
Truevest			
Vaamo			2019
Vanguard Invest	WAHR	2020	
Vantik			2022
Visualvest	WAHR	2015	
Vividam	WAHR	2018	
VTB Invest			
Warburg Navigator	WAHR	2017	
WeltInvest			
WMD Capital			
Whitebox	WAHR	2016	
Zeedin	WAHR	2018	

Tabelle 5: Auswahl der Robo-Advisor
Tabelle: Evergreen GmbH • Quelle: Studie Asset Management im Robo-Advisory 2023 • Erstellt mit Datawrapper

Anhang 2

Asset-Management-Methoden der Robo-Advisor

Robo-Advisor	Asset Allokation	Asset Allokation Detail	Faktor Allokation	Faktor Allokation Detail	Operative Hülle	Investmentvehicle
Bevestor	statisch enhanced		passiv enhanced		Kundendepots	ETFs, aktive Fonds
Cominvest	dynamisch	Systematisch	aktiv	Systematisch	Kundendepots	ETFs, ETCs
Easyfolio	statisch		passiv		Dachfonds	ETFs
Estably	statisch		aktiv	Diskretionär	Kundendepots	Einzeltitel, aktive Fonds
Evergreen	dynamisch	Systematisch	passiv enhanced		Einzeltitelfonds	Futures
Fidelity Wealth Expert	statisch		passiv		Kundendepots	aktive Fonds
Fintego	statisch		passiv		Kundendepots	ETFs
Gerd Kommer Capital	statisch		passiv enhanced		Kundendepots	ETFs
Ginmon	statisch		passiv enhanced		Kundendepots	ETFs
Growney	statisch		passiv		Kundendepots	ETFs
Investify	statisch		passiv enhanced		Kundendepots	ETFs
Inyova	statisch		aktiv	Diskretionär	Kundendepots	Einzeltitel, ETFs
Liquid	statisch		passiv		Kundendepots	ETFs, aktive Fonds, Hedgefonds
Oskar	statisch		passiv		Kundendepots	ETFs, ETCs
Quirion	statisch		passiv		Kundendepots	ETFs, Indexfonds
Raisin Invest	statisch		passiv		Kundendepots	ETFs, Indexfonds
Robin	statisch		passiv		Kundendepots	ETFs
Scalable Capital	dynamisch	Systematisch	passiv enhanced		Kundendepots	ETFs
Smavesto	dynamisch	Systematisch	passiv enhanced		Kundendepots	ETFs, ECTs
Solidvest	statisch enhanced		aktiv	Diskretionär	Kundendepots	Einzeltitel
Vanguard Invest	statisch		passiv		Kundendepots	ETFs und Indexfonds
Visualvest	statisch		passiv		Kundendepots	ETFs, aktive Fonds
Vividam	statisch		aktiv	Diskretionär	Kundendepots	Investmentfonds
Warburg Navigator	dynamisch	Diskretionär	passiv enhanced		Kundendepots	ETFs, aktive Fonds
Whitebox	statisch		passiv enhanced		Kundendepots	ETFs, ETCs, akt. Fonds, Indexfonds
Zeedin	statisch enhanced		passiv enhanced		Kundendepots	ETF, ETC, aktive Fonds, Einzeltitel (Aktien)

Tabelle 6: Asset-Management-Methoden der Robo-Advisor

Tabelle: Evergreen GmbH • Quelle: Studie Asset Management im Robo-Advisory 2023 • Erstellt mit Datawrapper

Anhang 3

Nachhaltigkeit der Robo-Advisor

Robo-Advisor	Nachhaltiges Angebot	Nutzt den Begriff Nachhaltigkeit?	Nutzt den Begriff Impact?
Bevestor	zusätzlich	WAHR	WAHR
Cominvest	zusätzlich	WAHR	FALSCH
Easyfolio	zusätzlich	FALSCH	FALSCH
Estably	zusätzlich	WAHR	FALSCH
Evergreen	WAHR	WAHR	WAHR
Fidelity Wealth Expert	FALSCH	WAHR	FALSCH
Fintego	zusätzlich	WAHR	FALSCH
Gerd Kommer Capital	FALSCH	FALSCH	FALSCH
Ginmon	zusätzlich	WAHR	FALSCH
Growney	zusätzlich	WAHR	FALSCH
Investify	zusätzlich	FALSCH	FALSCH
Inyova	WAHR	WAHR	WAHR
Liqid	zusätzlich	WAHR	WAHR
Oskar	zusätzlich	WAHR	FALSCH
Quirion	zusätzlich	WAHR	FALSCH
Raisin Invest	FALSCH	FALSCH	FALSCH
Robin	FALSCH	FALSCH	FALSCH
Scalable Capital	zusätzlich	WAHR	FALSCH
Smavesto	zusätzlich	WAHR	FALSCH
Solidvest	WAHR	WAHR	FALSCH
Vanguard Invest	FALSCH	FALSCH	FALSCH
Visualvest	zusätzlich	WAHR	FALSCH
Vividam	WAHR	WAHR	WAHR
Warburg Navigator	zusätzlich	WAHR	FALSCH
Whitebox	zusätzlich	WAHR	FALSCH
Zeedin	WAHR	WAHR	FALSCH

Tabelle 7: Nachhaltigkeit der Robo-Advisor

Tabelle: Evergreen GmbH • Quelle: Studie Asset Management im Robo-Advisory 2023 • Erstellt mit Datawrapper

Kontakt

Evergreen GmbH

Digitaler Asset Manager &
Vermögensverwalter

+49 341 2425 0076
presse@evergreen.de

Dittrichring 2
04109 Leipzig

www.evergreen.de

Rechtliche Hinweise

Obwohl diese Analyse mit größtmöglicher Sorgfalt erstellt wurde, kann die Evergreen GmbH keine Garantie für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Angaben übernehmen.

Unsere Informationen stammen aus Quellen, die wir als zuverlässig erachten. Dennoch übernimmt die Evergreen GmbH keiner Person gegenüber die Haftung für einen Schaden oder Verlust, der dadurch zustande kommt, dass eine solche Information fehlerhaft ist. Alle Rechte sind vorbehalten.

Die Veröffentlichung dieser Studie oder Auszüge aus dieser, ist ohne Quellenangabe nicht gestattet. Keine der in diesem Dokument enthaltenen Informationen darf kopiert oder auf andere Weise vervielfältigt, gespeichert oder in irgendeiner Form teilweise oder komplett weiterverbreitet werden ohne, dass der Ursprung dieser Informationen kenntlich gemacht wird.

Die Studie erhebt nicht den Anspruch einer vollständigen Abdeckung des Robo-Advisor Marktes in Deutschland.

© 2023 Evergreen GmbH