



# Whitebox Value Green

## Inhaltsverzeichnis

# Einführung

## Value Green – die nachhaltige Variante der Value-Strategie

Seit Anfang 2016 ist Whitebox am deutschen Markt aktiv, mit Fokus auf Value-Investing, umgesetzt mit kostengünstigen passiven Indexfonds, durch aktive Steuerung ergänzt. Value-Ansatz bedeutet, dass wir auf **unterbewertete Anlageklassen** setzen, also solche, die am Markt weniger kosten, als sie unserer Einschätzung nach eigentlich wert sind. Seit Ende 2021 bieten wir diesen Ansatz auch in einer nachhaltigen Variante an: „Value Green“ nennen wir das Konzept, wobei „Green“ nicht nur für „Environment“ steht, sondern für **alle ESG-Aspekte**, also Umwelt, Soziales und Unternehmensführung (Environmental, Social, Governance). Für „Value Green“ greifen wir auf unser umfangreiches Knowhow aus unserer klassischen Value-Strategie zurück UND verfolgen gleichzeitig einen strengen Investment-Ansatz, um den höchsten Ansprüchen für nachhaltige Geldanlagen gerecht zu werden.



Im vorliegenden Whitepaper wollen wir Ihnen zeigen, wie die Kombination von Value und ESG bei uns funktioniert, welche Kriterien für uns relevant sind und wie sich das Konzept von unserer bewährten Value-Strategie unterscheidet. Schon vorab: Ein eindeutiges „besser“ oder „schlechter“ gibt es nicht, Sie müssen selbst entscheiden, ob Sie lieber nach traditionellen Kriterien investieren oder auch ESG-Kriterien berücksichtigen wollen.

Allerdings sind wir davon überzeugt: Der Trend geht dahin, ESG in finanzielle Entscheidungen zu integrieren. Selbst das US-amerikanische CFA Institute, bekannt unter anderem für seine hochkarätige Finanzanalystenausbildung („Chartered Financial Analyst/CFA“), rät mittlerweile allen institutionellen Investoren, ESG-Aspekte zu berücksichtigen. Die Integration sei wesentlicher Bestandteil der Treuepflicht jedes Investors, alle relevanten Informationen und Risiken in der Anlageanalyse und im Entscheidungsprozess einzubeziehen (*Quelle: Morningstar: „Hidden ESG Risks May Lurk in Your Portfolio“, August 2021*).

„Wir werden unsere Arbeit zunehmend einfach als Investment oder Finanzen bezeichnen. Die Vorsilbe ESG wird überflüssig, wenn Nachhaltigkeit zur Norm geworden ist.“ Michael Jantzi, Geschäftsführer der Morningstar-Tochtergesellschaft Sustainalytics

(Quelle: Morningstar: „5 ESG-Themen für 2022“, 30.12.2021).

Bei der Umsetzung von Value Green lassen wir uns, wie bei den anderen Anlagestrategien, von unseren **sieben Anlageprinzipien** leiten. Dazu gehören die konsequente Ausrichtung am Kundeninteresse, das ganz unabhängige Agieren, die Langfristorientierung und die Kostenminimierung:



Wir haben mit unseren Kunden gleichgeschaltete Interessen: Wir sind überzeugt, dass nur jene Vermögensverwalter, die ihre Interessen an den Interessen ihrer Kunden ausrichten, auf lange Sicht erfolgreich sind.



Wir denken unabhängig: Auf Fundamentalanalysen basierende Entscheidungen führen nachweislich langfristig zu besseren Renditen. Von diesen lassen wir uns nicht durch entgegengesetzte Marktstimmungen abbringen.



Wir investieren langfristig: Wir nehmen eine langfristige, geduldige Perspektive ein. So lassen wir uns nicht von kurzfristigen Marktschwankungen irritieren, wobei wir sich ergebende (langfristige) Opportunitäten durchaus nutzen.



Wir sind Value-Investoren: Die Anlageentscheidung an den fairen Wert einer Anlage zu knüpfen, führt zu einem höheren Renditepotenzial. Denn man bekommt mehr als das, was man zahlt.



Wir nutzen einen fundamentalanalytischen Ansatz: Eine umfassende Forschung steht hinter jeder Position, die wir halten, und wir verstehen die Treiber jedes Anlageinstruments, das wir analysieren. Im Fokus steht dabei der künftige Ertrag einer Anlage, nicht der künftige Preis.



Wir streben nach Kostenminimierung: Im Vergleich zu Marktrenditen sind Kosten sicher und kontrollierbar. Niedrige Kosten – und dabei geht es um viel mehr als nur Produktkosten – führen zu einer höheren Rendite.



Wir bauen ganzheitliche Portfolios: Um bessere risikoadjustierte Renditen zu generieren, bauen wir höchst diversifizierte Portfolios. So ist das Portfolio letztlich mehr als die Summe seiner Einzelteile.

Wie bei unserer Value-Strategie arbeitet Whitebox auch für Value Green eng mit **Morningstar Investment Management (MIM)** aus der Morningstar-Gruppe zusammen, dem weltweit führenden Anbieter von unabhängigem Investment Research. MIM unterstützt Whitebox bei der Zusammenstellung der Anlageklassen und der Produktauswahl. Die Gesellschaft ist unabhängig und hat 2005 Ibbotson übernommen, den seit vielen Jahrzehnten in der Branche hoch geachteten Anbieter im Bereich Asset-Allokation mit Nobelpreisträgern in seinen Reihen. Die Arbeit von Morningstar Investment Management ist entsprechend wissenschaftlich und methodisch ausgerichtet.

Seit etwa 2009 beschäftigt sich Morningstar intensiv mit dem Thema ESG und hat zum Beispiel die am Markt gut etablierten **Morningstar Sustainability Ratings** entwickelt. Um sich noch mehr Knowhow an Bord zu holen, stieg Morningstar 2017 bei **Sustainalytics** ein, einem ESG-Spezialisten, der sich insbesondere im ESG-Rating für Unternehmen einen Namen gemacht hat. 2020 folgte die vollständige Übernahme. Seit dem Kauf von FundVotes 2018 gehört außerdem ein Anbieter von Daten zum Abstimmungsverhalten bei Hauptversammlungen zur Unternehmensgruppe.

Ein wichtiger Schritt im ESG-Bereich von Morningstar erfolgte im Oktober 2019: Damals stellte Morningstar sein Sustainability Rating um von einer holistischen ESG-Sicht auf eine auf **ESG-Risiken** konzentrierte Messung.

## 1. „Value“: Setzen auf unterbewertete Assets

Nach dem Value-Ansatz anlegen – das verbinden viele mit US-Investor Warren Buffett. In der Tat ist Buffett der bekannteste Vertreter des Value-Investing, seit seinem Einstieg bei Berkshire Hathaway in den 1960er Jahren hat er beachtliche Kurszuwächse von rund 20 % pro Jahr erwirtschaftet; nicht rein zufällig, sondern auf Basis eines konsequenten und systematischen Ansatzes. Begründet wurde das Value Investing allerdings schon 1934 von Benjamin Graham und David Odd mit ihrem Standardwerk „Security Analysis“.

Ziel dieses Ansatzes ist es, Überrenditen aus Anlagen zu erwirtschaften, die unterbewertet sind. Dahinter steckt die Überzeugung, dass eine Anlage einen „fairen Wert“ hat, der durch umsichtige Analyse geschätzt werden kann. Und die Überzeugung, dass der Preis einer Anlage langfristig zum **fairen Wert** tendiert – auch wenn er kurzfristig signifikant davon abweichen kann.

Das bedeutet zweierlei: Wer mit dem Value-Ansatz erfolgreich sein will, braucht einen langen Atem, denn es kann dauern, bis eine Anlage zu ihrem „fairen Wert“ zurückfindet. Außerdem ist viel Disziplin nötig. Denn zum Value-Ansatz gehört auch, sich Anlagemöglichkeiten anzuschauen, die gerade nicht „en vogue“ sind.

Wir bei Whitebox sind vom Value-Ansatz überzeugt. Unserer Überzeugung nach sind fundamentale Bewertungen allerdings nicht nur auf der Wertpapierenebene relevant, sondern auch auf der Ebene der Anlageklassen. Daher verfolgen wir diesen Value-Ansatz in unseren Value-Strategien über die Suche nach unterbewerteten **Märkten oder Marktsegmenten**. Dafür analysieren wir hunderte von Indizes nach fundamentalen und quantitativen Kriterien.

Die Anlage erfolgt bei Whitebox fast immer über passiv gemanagte Anlagefonds, also börsengehandelte (Exchange Traded Funds (ETFs)) und **nicht börsengehandelte Indexfonds**, gelegentlich auch über Exchange Traded Commodities (ETCs). Im Fall von Value Green können in seltenen Fällen auch aktiv gemanagte Fonds zum Einsatz kommen. Die Produkte bilden die Anlageklassen Aktien, Anleihen, Immobilien, Rohstoffe und Cash ab.

Um die Märkte oder Marktsegmente ausfindig zu machen, die unterbewertet sind, haben wir zwei Kriterien:

- **„Faire Renditen“**: Diese erwarten wir von einer Anlageklasse auf lange Sicht, unabhängig von aktuellen Marktpreisen.
- **„Bewertungsimplizierte Renditen“** („Valuation Implied Returns“): Dies sind die Renditen, die in Bezug zur derzeitigen Bewertung stehen und von denen wir erwarten, dass sie auf mittlere bis lange Sicht – typischerweise zehn Jahre – zurückkehren.

Um „faire Renditen“ und „bewertungsimplizierte Renditen“ zu ermitteln, schauen wir auf unterschiedliche Kriterien. Kriterien für die Aktienmärkte sind zum Beispiel die Gewinnmargen, Buchwertrenditen und inflationsangepasste Durchschnittserträge über einen Geschäftszyklus. Kriterien für Anleihenmärkte sind zum Beispiel Kupons, Ausfallrisiken, Bonitätsveränderungen und Durations. Dabei arbeiten wir eng mit Morningstar zusammen. Die auf Asset-Klassen spezialisierten Teams von Morningstar führen ihre Analyse auf der ganzen Welt durch und vergeben sogenannte „Conviction Scores“.

## 2. „Green“: Investieren nach ESG-Kriterien

Knapp sechs Jahre nach Auflegung der Whitebox Value-Strategie ging das Konzept als ESG-Variante an den Start. Denn Gründe, um nach ESG-Kriterien zu investieren, gibt es eine Menge: Da ist unter anderem die Überzeugung, dass die Welt dringend auf ein klimafreundlicheres Wirtschaften umgestellt werden muss und Gelder in diese Richtung fließen müssen (**wertebasierte Sicht**). Da ist aber auch die Überzeugung, dass ESG-Risiken finanzielle Risiken sein können, die in einem umsichtigen Anlageprozess in jedem Fall einbezogen werden müssen (**risikobasierte Sicht**). „Klimarisiko ist Investmentrisiko“, hat es der BlackRock-CEO Larry Fink einmal auf den Punkt gebracht – sei es ein physisches Risiko, sei es regulatorisch oder durch potenzielle „Stranded Assets“.

**ESG-Risiken „real life“:** In der Praxis haben sich ESG-Risiken in den vergangenen Jahren mehr als einmal manifestiert: im Fall von BP etwa mit der Ölpest im Golf von Mexiko, im Fall von Volkswagen und Wirecard mit Defiziten in der Unternehmensführung.

Unsere Value Green-Strategie fußt auf beiden Säulen: **der wertebasierten und der risikobasierten Sicht**. Was das bedeutet? Im Fall der Ölindustrie heißt das zum Beispiel, dass wir in die Branche nur sehr begrenzt investieren, weil wir von deren klimaschädlichen Auswirkungen überzeugt sind (wertebasierter Ansatz). Wir sind aber auch deshalb sehr zurückhaltend, weil wir die ESG-Risiken für zu hoch halten, da fossile Energien unserer Einschätzung nach ein „Auslaufmodell“ sind (risikobasierte Sicht).

Gleichzeitig legen wir Wert darauf, bei aller Berücksichtigung von ESG-Faktoren auch die **finanziellen Ziele** nicht aus den Augen zu verlieren. Unser Anliegen ist es, unsere Kunden dabei zu unterstützen, finanzielle UND Nachhaltigkeitsziele zu erreichen. Daher achten wir zum Beispiel darauf, dass der ESG-Fokus nicht zu stark zu Lasten der Diversifizierung von Portfolios geht. Reines Impact-Investing, also zum Beispiel nur auf erneuerbare Energien zu setzen, kommt für uns daher nicht infrage. Vielmehr soll das ganze Portfolio global aufgestellt und breit diversifiziert nach ESG-Kriterien ausgerichtet werden. Letztlich geht es uns also um „Investing well while doing good“, also sinnvoll investieren und gleichzeitig Gutes zu tun bzw. Nachhaltigkeitsziele zu verfolgen.

## Bloß genau hinsehen!

Die meisten Anleger dürften es ahnen: Aktienindizes mit einem hohen Anteil an **Ölkonzernen**, etwa der Morningstar Global Upstream Natural Resources Index, bergen ein hohes ESG-Risiko. Solche Unternehmen emittieren traditionell viel CO<sub>2</sub>, Abwässer sowie Abfälle und sind besonderen Herausforderungen ausgesetzt, etwa in Bezug auf Gesundheit und Sicherheit ihrer Angestellten. Überraschen dürfte aber, dass **Dividendenindizes** wie der Morningstar Dividend Yield Focus Index ein um fast 20 % höheres ESG-Risiko tragen als der breite Markt. Das hängt mit der Übergewichtung der traditionell hohe Dividenden zahlenden Ölkonzerne wie Exxon und Chevron zusammen.

Auch dass der CO<sub>2</sub>-Ausstoß des Morningstar Global Markets Renewable Energy-Index – ein **Erneuerbare Energien-Index** – ungefähr zehnmal so hoch ist wie der des globalen Aktienmarktes, dürfte für Erstaunen sorgen. Ein Grund dafür ist, dass im Bereich Erneuerbare Energien tätige Unternehmen oft auch (noch) im fossilen Bereich aktiv sind. (Quelle: Morningstar, Hidden ESG Risks May Lurk in Your Portfolio, August 2021)

Doch was bedeutet nachhaltiges Investieren eigentlich? Hier ein paar Beispiele für relevante Kriterien:

<b>Umwelt</b>	<b>Soziales</b>	<b>Unternehmensführung</b>
Klimawandel und Kohlenstoff-Emissionen	Geschlechter- und Diversitätsrichtlinie	Diversität im Aufsichtsrat
Luft- und Wasserverschmutzung	Sicherheit und Qualitätskontrollen	Unternehmensethik
Energieeffizienz	Menschenrechte	Vergütung von Führungskräften
Abfallwirtschaft	Arbeitsnormen	Bestechung und Korruption
Wasserknappheit	Datenschutz und -sicherheit	Lobbying-Aktivitäten
Biodiversität und Entwaldung	Mitwirkungsmöglichkeiten für Mitarbeiter	Rechnungslegungspraktiken

Wie sich zeigt ist die Palette groß: Es geht nicht nur um klimafreundliches Handeln mit niedrigem CO<sub>2</sub>-Ausstoß, Energieeffizienz und Biodiversität, sondern auch um die Einhaltung von Arbeitsstandards und Datensicherheit, um Diversität auf Vorstandsebene und die Entlohnung von Führungskräften. All diese Punkte sind beim ESG-Anlegen zu berücksichtigen.

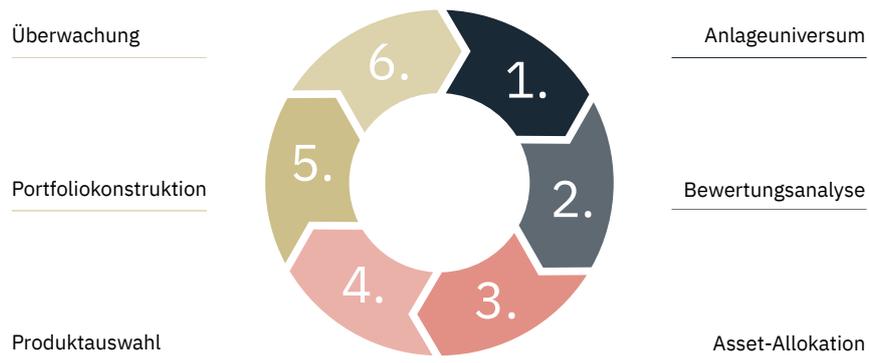
Um diese Kriterien umzusetzen, gibt es unterschiedliche Herangehensweisen:

- Die älteste Herangehensweise ist wohl der **Ausschluss** („Exklusion“) problematischer Bereiche. Dabei werden Branchen, Unternehmen oder Staaten ausgeschlossen, weil sie bestimmte Produkte herstellen, bestimmte soziale, ökologische und governance-bezogene Kriterien nicht erfüllen oder gegen internationale Normen und Standards verstoßen (zum Beispiel von OECD, ILO, UN). Fast immer werden Hersteller geächteter Waffen, Kohle und Tabak ausgeschlossen, oft aber auch Unternehmen aus den Bereichen Atomkraft, zivile Waffen, Glücksspiele, Erwachsenenunterhaltung (Pornografie) und Gentechnik.
- Ein breiterer Ansatz ist der sogenannte **Best-in-Class-Ansatz**, hier werden die Unternehmen oder Schuldner herausgefiltert („Screening“), die bezüglich ESG-Kriterien besonders gut abschneiden. Das bedeutet zum Beispiel, dass nur Aktien oder Anleihen von Unternehmen gekauft werden, die zu den 20 % der Besten des jeweiligen Sektors gehören.
- Ein weiterer Ansatz ist das **Impact-Investing**: Dabei wird ausschließlich auf Unternehmen gesetzt, die neben dem finanziellen Ertrag ganz konkret auch eine soziale und ökologische Wirkung (Impact) erzielen wollen. Dafür werden explizite Wirkungsziele festgelegt und deren Erreichung gemessen.

Whitebox hält eine Kombination der drei Herangehensweisen für am besten – eine Sicht, die sich in der Branche übrigens mehr und mehr durchzusetzen scheint. Vor allem die **Kombination von Ausschluss und Screening** halten wir für zielführend. Etwas zurückhaltender sind wir bezüglich des Impact-Investing. Denn nur auf „grüne“ Unternehmen zu setzen würde einen der Kerngrundsätze des Anlegens verletzen: die breite Streuung. Zudem ist schwer auszumachen, wer von den Unternehmen, die explizit eine soziale und ökologische Wirkung erzielen wollen, wirklich erfolgreich sein wird.

### 3. Value Green: Wie wir das Konzept umsetzen

Was die Umsetzung der Value Green-Strategie angeht, gehen wir nach den bewährten Schritten der klassischen Value-Strategie vor – mit einem wichtigen Unterschied: Um das Anlageuniversum zu definieren, steht am Anfang **ein strenger ESG-Filter** (Schritt 1). Da sich dieser Schritt unterscheidet, erläutern wir diesen besonders ausführlich. Dem ESG-Filtern folgen – wie bei der klassischen Value-Strategie – Bewertungsanalyse (Schritt 2), Asset-Allokation (Schritt 3), Produktauswahl (Schritt 4) und Portfoliokonstruktion (Schritt 5) sowie schließlich die laufende Überwachung (Schritt 6).



### Schritt 1: Anlageuniversum mit ESG-Filter verkleinern

Am Anfang des Value Green-Anlageprozesses steht die Suche nach Anlagen, die unseren strengen ESG-Kriterien genügen. Es geht also um die Verkleinerung des Anlageuniversums, und zwar in folgenden Schritten:

- **Ausschluss von Investments** aus Bereichen, die wir für grundsätzlich schädlich halten.
- **Reduzierung der verbleibenden ESG-Risiken** mit ausführlicher und granularer ESG-Risiko-Analyse von Anlageprodukten bis auf die Ebene der zugrundeliegenden Einzeltitel (Screening).
- Gelegentlich suchen wir noch nach Anlagen, die auf einen **überdurchschnittlich positiven Beitrag** für Umwelt und Gesellschaft abzielen. Das muss aber nicht der Fall sein – und ist bei uns aus den oben genannten Gründen auch eher die Ausnahme.

Konkret schließen wir im Rahmen von Value Green-Unternehmen aus der **Tabak-industrie** sowie Hersteller von **Handfeuerwaffen** und umstrittenen **Waffentechnologien** aus. Um „tabu“ zu sein, müssen die kritischen Tätigkeiten bestimmte Schwellenwerte überschreiten.

Um die verbleibenden ESG-Risiken zu reduzieren, filtern wir nach dem **Morningstar ESG-Risiko-Rating**, ausgedrückt in 1 bis 5 Globen. Dabei bedeutet 1 Globus ein hohes ESG-Risiko, 5 Globen niedrige ESG-Risiken. Das **Morningstar ESG-Risiko-Rating** wiederum errechnet sich aus dem **Unternehmens-ESG-Risk-Rating** von Sustainalytics und (seit Ende 2021) dem **Länder-ESG-Risiko** (Country Risk Ratings) von Sustainalytics.

Wichtig: Das Morningstar ESG-Risiko-Rating zeigt an, wie gut die Unternehmen im Portfolio ihr ESG-Risiko im Vergleich zu den anderen Fonds in der globalen Fondskategorie managen.

Die Morningstar Sustainability Ratings spielen nicht nur für Value Green eine Rolle, sondern fließen – in weniger strenger Form – auch bei der klassischen Value-Strategie von Whitebox in die Standardrisikoanalyse ein.

Beim **Unternehmens-ESG-Risiko-Rating** geht es letztlich darum, wie stark ein Unternehmen bestimmten ESG-Risiken ausgesetzt ist (etwa Kohlestoffprodukte, Emissionen, Bestechung/Korruption und Corporate Governance) und wie es darauf reagiert (Management). Daraus ermitteln wir ein ESG-Risiko-Rating für jedes einzelne Risiko, das dann in einer bestimmten Gewichtung in das Unternehmens-ESG-Risiko-Rating einfließt. Dabei stellen wir Fragen wie: Welche ESG-Risiken können durch Unternehmenspraktiken beeinflusst/gemanagt werden („Manageable Risk“) und welche werden es („Managed Risk“)? Wie hoch sind die ESG-Risiken, die das spezifische Unternehmen nicht beherrschen kann („Management Gap“), wie hoch diejenigen, die grundsätzlich nicht beherrscht werden können („Unmanageable Risk“). Zusammen ergeben „Management Gap“ und „Unmanageable Risk“ dann die Risiken, die nicht gemanagt werden („Unmanaged Risk“).

#### Assessing Company Level ESG Risk



Quelle: Sustainanalytics

Für das **Länder-ESG-Risiko-Rating** schauen wir uns zwei Aspekte an: **das Kapital** eines Landes („Wealth“) als Maßstab dafür, wie ESG-Risiken begegnet werden kann (Naturkapital, produziertes Kapital, Humankapital und institutionelles Kapital („Natural Capital, Produced Capital, Human Capital, and Institutional Capital“)) und die **ESG-Performance** als Maßstab dafür, wie ein Land mit ESG-Risiken umgeht.

Auch hier arbeiten wir eng mit Morningstar zusammen. Um einen Eindruck zu bekommen, wie Morningstar Unternehmen und Länder einstuft: Von insgesamt über 12.000 analysierten **Unternehmen** fallen die meisten in die Kategorie mittleres Risiko (37 %), 26 % in hohes und 13 % in sehr hohes Risiko („severe risk“), 23 % weisen niedrige und 1 % vernachlässigbar kleine Risiken auf. Von den 169 analysierten **Ländern** weisen 38 % mittlere Risiken auf, 33 % hohe und 4 % sehr hohe Risiken, 24 % niedrige und 2 % vernachlässigbar kleine (Quelle: Morningstar Sustainability Rating Methodology, November 2021).

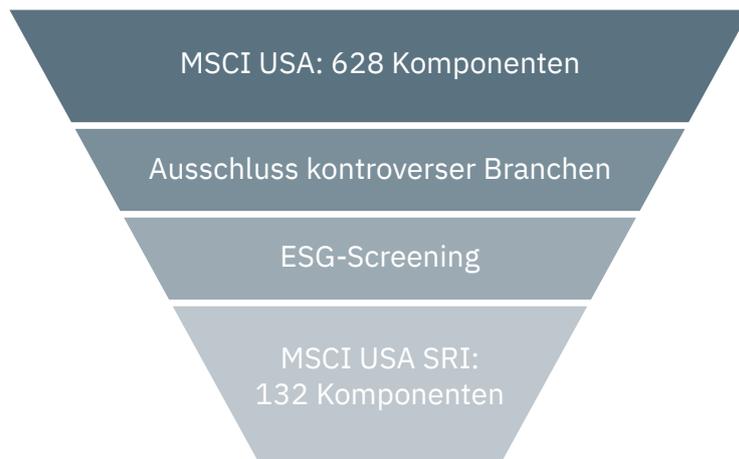
### **EXKURS: Warum wir oft – aber nicht immer – auf MSCI SRI-Indizes setzen**

Im Value Green-Portfolio finden sich viele Produkte, die SRI-Indizes des Indexanbieters MSCI abbilden. Zwingend ist das nicht. Die genaue Analyse von Nachhaltigkeitsprofilen kann auch zu einem anderen Ergebnis führen. Der Grund für die häufige Wahl von MSCI SRI-Indizes ist: In der Methode von MSCI und der von Morningstar bzw. Whitebox gibt es **viele Übereinstimmungen**.

Hier ein Beispiel, wie MSCI von einem klassischen Index zu einem SRI-Index kommt:

- Ausgangspunkt ist hier der klassische MSCI USA.
- **Ausschluss:** Aus dem klassischen MSCI USA werden kontroverse Branchen ausgeschlossen, konkret alle mit Bezug zu Waffen, Tabak, Alkohol, Atomkraft, Glücksspielen, Gentechnik, Kohle und anderen fossile Energien sowie Erwachsenenunterhaltung.
- **Screening:** Aus den übrigen Unternehmen werden die ausgewählt, die ein ESG-Rating von mindestens A haben sowie einen sogenannten Controversy-Score von mindestens 4.
- Ziel ist, 25 % der Marktkapitalisierung jeder Branche im klassischen MSCI USA abzubilden, mindestens aber 22,5 %.

Das Ergebnis: Der MSCI USA hat (Stand Ende 2021) **628 Komponenten**. Größte Werte sind Apple, Microsoft, Amazon, Tesla und Alphabet, größte Branchen sind IT mit 30 % und Konsum mit 13 %, auf **Versorger entfallen 2,4 %, auf Energieunternehmen 2,5 %**. Der MSCI USA SRI hat **132 Komponenten**. Größte Werte sind Microsoft, Tesla, Nvidia, Home Depot und Disney. IT- und Konsumbranche sind mit 34 % und mit 16 % etwa schwerer gewichtet, dafür **Versorger und Energieunternehmen mit jeweils 1,2 % weniger** (Quelle: msci.com, 31.12.2021).



### **Schritt 2: Bewertungsanalyse – faire Werte für Märkte ermitteln**

Die Bewertungsanalyse erfolgt analog der Bewertungsanalyse im Rahmen der Value-Strategie nach den in Kapitel 1 („Value: Setzen auf unterbewertete Assets“) angeführten Kriterien – also über die Suche nach **fairen Werten für ganze Märkte oder Marktsegmente**, also nicht für Einzelwerte.

Im Aktienbereich schauen wir uns zum Beispiel rund 200 Indizes an, für unterschiedliche Länder, Regionen und Branchen, im Anleihenbereich sind es rund 150 Indizes, darunter solche für Staats- und solche für Unternehmensanleihen, für unterschiedliche Regionen und unterschiedliche Zinssätze und Ratings, also etwa AAA-geratete oder „High Yielder“.

### **Schritt 3: Asset Allocation – unterschiedliche Anlageklassen zusammenstellen**

Wie für die anderen Anlagestrategien gibt es auch für Value Green unterschiedliche **Risikoklassen**. Die Asset Allocation, also die Verteilung auf unterschiedliche Anlageklassen, erfolgt nach diesen Risikoklassen. Welche Risikoklasse für Sie als Anleger passt, ermitteln wir in einem Online-Dialog mit Ihnen.

Insgesamt unterscheidet Whitebox – wie für die klassische Value-Strategie – **zehn Risikoklassen**, wobei die Risikostufe 1 die mit den niedrigsten und Risikostufe 10 die mit den höchsten Risiken ist. Konkret bedeutet das zum Beispiel:

- Risikostufe 1: Ziel ist der Substanzerhalt, auf Renditemöglichkeiten wird bewusst verzichtet, um Verlustrisiken möglichst gering zu halten.
- Risikostufe 5: Ziel ist ein ausgewogenes Verhältnis von Rendite und Risiko, moderate Wertschwankungen und die damit verbundenen Verlustrisiken werden zugunsten von entsprechenden Renditemöglichkeiten in Kauf genommen.
- Risikostufe 10: Ziel ist eine sehr hohe Rendite, dafür werden sehr starke Wertschwankungen und sehr hohe Verlustrisiken in Kauf genommen.

Für jede Risikostufe gelten Maximalwerte für einzelne Anlageklasse, zum Beispiel:

	Aktien- Anteil	Anleihen- Anteil	Anteil Alternatives	Anteil Cash
Risikoklasse 1	max. 15 %	max. 100 %	max. 30 %	max. 100 %
Risikoklasse 5	max. 55 %	max. 65 %	max. 30 %	max. 100 %
Risikoklasse 10	max. 100 %	max. 15 %	max. 30 %	max. 100 %

#### Schritt 4: Produktauswahl – konkrete Entscheidung für einen Fonds

Die Wahl des Index geht noch nicht mit der konkreten Produktauswahl einher. Denn auch Indexfonds, die ein- und denselben Index abbilden, können sich durchaus voneinander unterscheiden. Daher sucht Whitebox nach den Produkten für die jeweilige Allokation in einem Portfolio, die **unseren gewünschten Kriterien inklusive ESG-Kriterien** am besten genügen. Dafür setzen wir auf eine Kombination von qualitativen und quantitativen Analysen. Wichtige Punkte sind neben den ESG-Aspekten zum Beispiel das Fondsmanagement, die Fondsstrategie und deren Ausführung, Performance, Fondsgesellschaft und natürlich auch der Preis.

Für Value Green setzen wir fast immer auf passiv gemanagte Anlagefonds, also **ETFs und nicht börsengehandelte Indexfonds**. In Ausnahmefällen können auch aktiv gemanagte Fonds zum Einsatz kommen, wenn diese einen bestimmten Portfoliobaustein besser abbilden als vergleichbare passive Produkte. Diese Produkte investieren in Anlageklassen aus den Bereichen Geldmarkt, Anleihen, Aktien sowie in alternative Anlageklassen wie Rohstoffe, Gold, Infrastruktur oder Immobilien. Des Weiteren können Investitionen in Rohstoffe/Gold auch mittels Exchange Traded Commodities (ETCs) erfolgen.

Hierbei hilft uns der Zugang zu der umfangreichen proprietären Datenbank von Morningstar. Für jeden Indexfonds in der Datenbank haben wir Zugriff auf detaillierte Informationen: über seine historische Performance, seine zugrundeliegenden Anlagen, Handelsvolumina, Kosten etc.

**Whitebox-Unabhängigkeitsversprechen:** Bei unseren Anlageentscheidungen sind wir vollkommen unabhängig: Wir haben keine eigenen Produkte und nehmen keine Kickbacks oder anderweitige Zahlungen von Dritten an, weder von Produktherstellern noch von unserer Depotbank. Somit wählen wir aus den im Markt verfügbaren Produkten ausschließlich die besten und können dabei die Kosten für unsere Kunden so gering wie möglich halten.

### **Schritt 5: Portfoliokonstruktion – aus Einzelteilen ein rundes Ganzes machen**

Sind die Produkte ausgewählt, stellen wir sie nicht einfach nebeneinander. Im Rahmen unseres Portfoliokonstruktionsprozesses prüfen wir vielmehr, **wie gut die individuellen Investments zusammenpassen und spielen unterschiedliche Szenarien durch**. Dabei brechen wir jeden einzelnen Fonds in seine individuellen Bestandteile auf. So können wir die beste Passung eines Fonds innerhalb der von uns ausgewählten Anlageklasse bestimmen.

Konkret bedeutet das, dass wir die in einem Fonds enthaltenen Titel analysieren und sie mit den Titeln in der Fondsbenchmark und denen der Peer Group vergleichen. Wir prüfen Überlappungen und Renditekorrelationen zwischen den Fonds und untersuchen, wie das Exposure (Ausgesetztsein) zu einem bestimmten Sektor mit dem anderer Fonds im Portfolio zusammenpasst. Am Ende wählen wir die Fonds aus, die sich eindeutig voneinander unterscheiden und nicht solche, die ähnlich oder gar redundant sind. Dies ermöglicht einen Diversifikationsvorteil für das gesamte Portfolio und eine Glättung des Risiko-/Renditeprofils.

### **Schritt 6: Portfolioüberwachung – Portfolios immer im Blick**

Die einmal entwickelten Portfolios sind nicht statisch. Durch Marktbewegungen, technologischen Fortschritt, aber auch sich ändernde Gesetze und Vorschriften werden immer wieder Anpassungen erforderlich sein. Abweichungen werden durch sogenanntes **Rebalancing** ausgeglichen, sobald bestimmte Bandbreiten überschritten werden. Dabei haben wir für sämtliche Portfoliokomponenten pro Komponente und pro Risikostufe individuelle Abweichungsbreiten definiert und nehmen ganz automatisch Anpassungen vor, sobald diese Bandbreiten über- oder unterschritten werden. So stellen wir sicher, dass Ihre Anlage nicht nur zu bestimmten fixen Terminen im Jahr, sondern **immer** exakt Ihrer gewünschten Risikostufe entspricht.

Neben dem kontinuierlichen Rebalancing passen wir die Portfolios aber **auch aktiv** an, sobald es erforderlich ist, auf Produkt- oder auf Anlageklassenebene. Auch hier greift das Anlageteam auf Kollegen von Morningstar Investment Management zurück, die in Nordamerika, Asien oder Europa sitzen und entsprechend Einblicke in die lokalen Märkte haben.

Es ist längst kein Geheimnis mehr – **günstige Produkte und niedrige Gebühren** ohne versteckte Kosten steigern den Anlageerfolg nachhaltig. Unsere Pauschalgebühr für Value Green liegt je nach Anlagevolumen zwischen 0,35 und 0,95 %, dazu kommen durchschnittliche Produktkosten von 0,24 % p.a.

## 4. Portfoliozusammensetzung – ein Beispiel

Damit Sie eine Vorstellung davon bekommen, was konkret in einem Value Green-Portfolio stecken kann, hier ein Beispiel. Dies ist, wie der Name schon sagt, rein exemplarisch. Das konkrete Value Green Portfolio, das wir für Sie zusammenstellen, kann davon stark abweichen – sei es aufgrund Ihrer gewählten Risikostufe oder weil wir als aktive Vermögensverwalter Anpassungen am Portfolio vorgenommen haben.

Das Beispiel macht aber deutlich:

- Whitebox setzt fast ausschließlich auf Indexfonds, also **passive Produkte**. Mit dem MS INVF Global Sustain im Aktienportfolio findet sich in diesem Beispiel lediglich ein **aktiv gemanagter Fonds** mit einem Schwerpunkt, der sich in dieser Form nicht mit Indexfonds abdecken lässt: strukturell kohlenstoffarme Unternehmen mit einem deutlich niedrigeren CO<sub>2</sub>-Fußabdruck als der breite Markt.
- Wir setzen gern auf **MSCI SRI-Indizes**, da diese mit unseren ESG-Kriterien oft am besten zusammenpassen. Das muss aber nicht der Fall sein. Wir können auch zu dem Ergebnis kommen, dass ein klassischer Index (im Beispiel etwa der HSBC Hang Seng Tech) ein besseres ESG-Profil aufweist als ein ESG- oder SRI-Index.
- In der Asset-Klasse Anleihen setzen wir bei **Staatsanleihen** aus Industrieländern (Europa, USA) auf **klassische Indizes**, da wir dort einen ESG-Filter nicht für nötig halten. Bei **Unternehmensanleihen-ETFs** und aggregierten ETFs (Staats- und Unternehmensanleihen) aus Industrieländern inklusive High Yield-Anleihen sowie allen Emerging Markets-Anleihen präferieren wir hingegen **ESG- oder SRI-Produkte**.

### Beispiel Risikoklasse 6: Aktien 60 %, Anleihen 39 %, Cash 1 %

<b>Aktien</b>		
Nordamerika:	iShares MSCI USA SRI	16,5 %
Europa:	Amundi IS MSCI Europe SRI	10 %
	Amundi IS MSCI EMU SRI	14,5 %
UK:	Xtrackers MSCI UK ESG	2 %
Emerging Markets:	iShares MSCI EM SRI	2,5 %
	HSBC Hang Seng Tech	2,5 %
Asien ex-Japan:	HSBC Asia Pacific Ex Japan Sust.	2 %
Japan:	iShares MSCI Japan SRI	5,5 %
Global/Branchen:	MS INVF Global Sustain.	4,5 %

## Anleihen

Euro-Staatsanleihen:	SPDR Bloomberg Barclays Euro Govt. Bd.	3 %
Euro-Corporates:	UBS FS BMSCI EuroArLiq CorpSust.Euro	2 %
	Amundi Euro Corp. SRI 0-3y	5,5 %
Globale Staatsanleihen (gehedged):	Xtrackers II Global Govt. Bd H	6,5 %
US-Staatsanleihen:	SPDR Bloomberg Barclays US Trs. Bd	2 %
US-Staatsanleihen (gehedged):	iShares \$ Treasury Bd. 3-5y	8 %
Globale aggr. Anleihen (gehedged):	iShares Global Aggt Bd ESG	5 %
Euro High Yield:	Lyxor ESG Euro High Yield	2 %
Emerging Markets (Lokalwähr.):	L&G ESG EM Govern. Bd. Local Curr.	5 %
<b>Cash</b>		<b>1 %</b>

Was Ihr Portfolio angeht, gilt wie immer: Der Name Whitebox ist kein Zufall, Ihre Geldanlage ist keine Blackbox. Deshalb setzen wir auf ein **Höchstmaß an Transparenz** bezüglich der Portfoliozusammensetzung. Sie haben jederzeit online Zugriff auf eine Übersicht über Ihre Anlagen – mit den wichtigsten Größen und Kennzahlen und Wertpapierkursen quasi in Echtzeit. Detaillierte Grafiken und Analysen sowie regelmäßige Reportings darüber, was wir tun und warum, ergänzen das Angebot.

## 5. Welche Rendite Sie von Value Green erwarten können

Wie für die anderen Anlagestrategien von Whitebox zeigen wir auch für Value Green anhand einer Projektion die mögliche Wertentwicklung auf. Entscheiden Sie sich für Value Green, weisen wir Ihnen Ihre ganz individuelle und von Ihrer Risikoklasse und der Anlagedauer abhängende potenzielle Wertentwicklung auf. Die Erwartungen setzen sich zusammen aus Kursgewinnen sowie aus Zahlungsströmen, die sich aus Dividenden und Aktienrückkäufen, Zinseinnahmen aus Anleihen und Mieteinnahmen ergeben.

Wichtig ist: Bei den Renditeerwartungen handelt es sich immer um Projektionen, eine Garantie für künftige Entwicklungen können wir Ihnen nicht geben. Unsere Projektionen sind allerdings auch nicht aus der Luft gegriffen. Wir nutzen dafür vielmehr eine fortschrittliche **Monte Carlo-Simulationstechnik**, basierend auf unseren vorwärtsschauenden Kapitalmarktannahmen, denselben, die wir auch im Rahmen unserer Asset-Allokation verwenden.

Auch wenn immer mehr Studien darauf hindeuten, dass ESG-Anlagen risikobereinigt höhere Rendite aufweisen als konventionelle: **Eine Garantie dafür gibt es nicht**. Es kann sogar sein, dass sich ESG-Investments schlechter entwickeln als konventionelle Anlagen. Wir sehen es so: Der Ansatz ist einfach ein anderer. Anleger müssen selbst entscheiden, ob sie nach konventionellen Kriterien investieren oder zusätzlich auch ESG-Aspekte berücksichtigen wollen.

## In a nutshell: Was Value Green ausmacht

Mit Value Green-Portfolios von Whitebox haben Sie die Möglichkeit, mit Ihrer Geldanlage Gutes zu tun – und gleichzeitig sinnvoll Ihr Vermögen aufzubauen. Dafür kombinieren wir in dieser Strategie das Beste aus zwei Welten. Zum einen wenden wir einen strengen Investment-Ansatz an, um höchsten Ansprüchen für nachhaltige Geldanlagen gerecht zu werden. Zum anderen lassen wir das Knowhow aus unserer seit 2016 erfolgreichen Value-Strategie mit Fokus auf unterbewertete Anlageklassen einfließen – also solche, die am Markt weniger kosten, als sie eigentlich wert sind. Das Ergebnis sind Portfolios mit folgenden Eigenschaften:

- breit gestreut – keine großen Abstriche bei Diversifikation
- günstig
- attraktives Renditepotenzial
- ausgezeichnetes ESG-Profil durch Negativ-Screening (Ausschluss kontroverser Branchen) und Positiv-Screening nach ESG-Risiken

## FAQs: Antworten auf die häufigsten Fragen

### **Muss ich bei Value Green mit einer niedrigeren Rendite als bei der klassischen Value-Strategie von Whitebox rechnen?**

Nein, das ist nicht der Fall. Viele Studien deuten sogar darauf hin, dass Unternehmen mit guten ESG-Noten **höhere risikobereinigte Renditen** bieten. Die zuletzt oft überdurchschnittliche Entwicklung solcher Portfolios muss aber nicht anhalten. Letztlich müssen Anleger selbst entscheiden, ob sie auf nach konventionellen Kriterien zusammengestellte Portfolios setzen wollen oder ob zusätzlich ESG-Kriterien einfließen sollen.

### **Ist die Diversifikation eines Value Green-Portfolios nicht viel zu gering?**

In der Tat ist das Anlageuniversum für die Value Green-Strategie kleiner und die Anzahl der Titel in den Fonds des Value Green Portfolios geringer als bei der klassischen Value-Strategie. Allerdings achten wir sehr darauf, dass die **Diversifikation noch ausreichend groß** ist und die Portfolios über Anlageklassen, Länder, Branchen etc. stark streuen.

### **Ist ESG-Investing nicht nur ein Trend, der schnell vorübergeht?**

ESG-Investing ist für uns nicht nur ein schneller Trend, der bald vorbei ist. Whitebox ist vielmehr davon überzeugt, dass die Integration von ESG-Aspekten in das Investieren **mehr und mehr zur Norm** werden wird, etwa weil immer klarer wird, dass das Vernachlässigen von ESG-Faktoren mit Risiken einhergeht. Die Investoreninitiative UN PRI wurde schon von über 4.000 internationalen Investoren unterzeichnet, die für insgesamt über 120 Milliarden US-Dollar stehen (Stand Januar 2022). Sie verpflichten sich unter anderem, ESG in ihre Investmententscheidungen zu integrieren und aktive Aktionäre zu sein.

### **Sind ESG-Anlagen immer teurer?**

Generell sind ESG-Anlagen heute noch einen Tick teurer als konventionelle Anlagen. Das liegt am zusätzlichen Research, das für das Herausfiltern der Assets mit möglichst gutem ESG-Profil nötig ist. Der Wettbewerb ist aber groß, und die Managementgebühren für ETFs sind zuletzt weiter gefallen, auch die für ESG-Produkte. Aktuell liegen die Managementgebühren für ESG-Produkte in unserer Strategie Value Green um **0,24 % p.a.**

### **Ist die Value Green-Strategie teurer als die klassische Value-Strategie von Whitebox?**

Die Value Green-Strategie von Whitebox ist schon jetzt **genauso günstig** wie die klassische Value-Strategie. Wir setzen je nach Anlagesumme Pauschalgebühren zwischen 0,35 % und 0,95 % an. Dazu kommen die o. g. niedrigen Produktkosten.

### **Sind problematische Unternehmen bei Value Green komplett ausgeschlossen?**

Ein eindeutiges „Ja“ können wir da nicht geben. Das liegt zum einen daran, dass „problematisch“, „nicht nachhaltig“ oder „unethisch“ **unterschiedlich definiert** werden kann. Zudem können Unternehmen ins Portfolio aufgenommen werden, wenn sie mit ihren kritischen Geschäftsbereichen unter einer **bestimmten Schwelle** bleiben. Zum Beispiel können wir nicht ausschließen, dass sich Unternehmen, die Tierversuche betreiben, im Portfolio finden. Denn bei diesen Unternehmen handelt es sich meist um Pharmaunternehmen, die in anderen ESG-Aspekten (z. B. Umwelt, Sicherheit und Qualitätskontrollen, Arbeitsnormen) sehr gut abschneiden können.

### **Warum setzt Whitebox nicht verstärkt auf Impact-Investing, also die Konzentration auf Unternehmen, die ganz eindeutig auf eine positive soziale oder ökologische Wirkung abzielen, etwa Erneuerbare Energien-Unternehmen?**

Die Frage ist berechtigt, wir halten Investitionen in ausschließlich solche Unternehmen allerdings für zu riskant. Derzeit vollzieht sich ein rasanter Wandel hin zu einer klimafreundlicheren Wirtschaft – welches Unternehmen zu den Gewinnern, welches zu den Verlierern gehören wird, ist noch offen. Nur auf „grüne“ Unternehmen zu setzen würde ohnehin einen der Kerngrundsätze des Anlegens verletzen: **die breite Streuung**. Daher verfolgen wir lieber den Ansatz, unter Ausschluss bestimmter problematischer Geschäftsgebiete Unternehmen nach ESG-Risiken zu filtern.

### **Wie steht Whitebox zu „Active Ownership“, wählt Whitebox also gezielt Produkte aus, deren Emittenten sich in Hinblick auf ESG besonders engagieren?**

Das Stimmrecht auf Jahreshauptversammlungen dazu zu nutzen, um von Unternehmen ein ESG-gerechteres Agieren einzufordern, ist ein wichtiges Anliegen. Im Fondsbereich – für aktive wie passive Fonds – kommt dieses Recht den Fondsgesellschaften bzw. Produktemittenten zu. Für uns spielt die Auswahl von Produkten unter dem Aspekt des Active Ownership allerdings nur eine sehr untergeordnete Rolle. Der Grund ist, dass das Agieren der Emittenten extrem schwer zu bewerten ist. Die großen Gesellschaften werben zwar mit ihrem Engagement auf Hauptversammlungen, messbare Standards, Offenlegungspflichten oder Nachweise, die für Emittenten verpflichtend/bindend wären, fehlen aber noch.

# Nächste Schritte



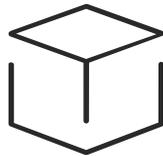
## **Haben Sie Fragen zu ETFs oder zur Whitebox Vermögensverwaltung?**

Das Team um unseren Head-Relationship-Manager, Kevin Siemon, hilft Ihnen gerne und unkompliziert.

Kontaktieren können Sie uns per Telefon:

**+49 761 76992299**

oder per E-Mail unter [service@whitebox.eu](mailto:service@whitebox.eu)



# WHITEBOX

Finanzportfolioverwalter nach §32 KWG unter der Aufsicht der Bundesanstalt für  
Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)

Whitebox GmbH

Ingeborg-Krummer-Schroth-Str. 30 | D - 79106 Freiburg i. Br.

E-Mail: [service@whitebox.eu](mailto:service@whitebox.eu) | Tel.: +49 761 76992299