

private banking magazin



Außer Sicht

Seit Jahren ist das Aktienresearch auf Schrumpfkurs, Mifid II sei Dank.
Warum vor allem Nebenwerte darunter leiden und welche Banken und Anbieter jetzt
ihre Chance wittern, lesen Sie ab Seite 12



Private Assets
erfolgreich in der
Praxis umsetzen



Der Mehrwert von Private
Assets – Warum sie in
jedes Portfolio gehören

Lernen Sie das
'Expert Collective'
kennen

> [IM.NATIXIS.COM/DE](https://im.natixis.com/de)



Nur für professionelle Investoren. Es besteht Kapitalverlustrisiko. In Deutschland und Österreich: Dieses Material wird von Natixis Investment Managers International oder ihrer Zweigniederlassung Natixis Investment Managers International, Zweigniederlassung Deutschland, bereitgestellt. Natixis Investment Managers International ist eine Portfoliomanagement Gesellschaft, von der französischen Finanzaufsichtsbehörde AMF (Autorité des Marchés Financiers) unter der Nr. GP 90-009 zugelassen ist, und eine Vereinfachte Aktiengesellschaft (société par actions simplifiée), die im Pariser Handels- und Gesellschaftsregister unter der Nr. 329 450 738. Eingetragener Sitz: 43 avenue Pierre Mendès France, 75013 Paris. Eingetragener Sitz von Natixis Investment Managers International, Zweigniederlassung Deutschland (Handelsregisternummer: HRB 129507) ist: Senckenberganlage 21, 60325 Frankfurt am Main. ADINT217-0924

Aus der Redaktion

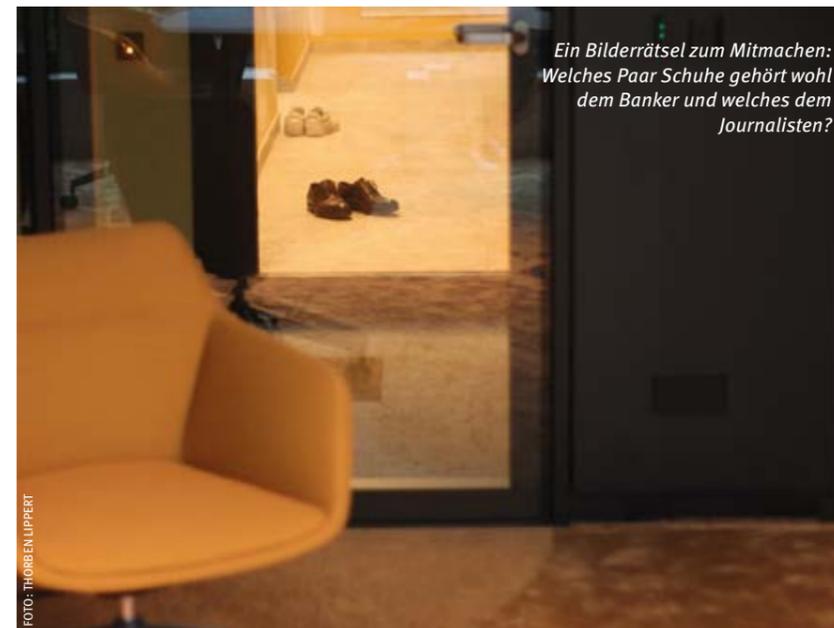


Benita Rathjen und Lennard Klindworth (Mitte) zu Besuch bei Dieter Lehmann im Gebäude der Volkswagen Stiftung in Hannover

BODENSTÄNDIG: Der Anlageverantwortliche der Volkswagen Stiftung macht nicht viel Aufhebens um seine Erfolge. Dabei erwirtschaftete Dieter Lehmann in den vergangenen 25 Jahren eine durchaus erfreuliche Rendite und verwaltet heute ein Vermögen von gut 4 Milliarden Euro. Bei ei-

nem Besuch der Stiftung in Hannover erklärt Lehmann den Redakteuren Benita Rathjen und Lennard Klindworth seine Strategie. Statt auf komplexe alternative Investments setzt er im Portfolio beispielsweise auf Währungen als Diversifikator. Im großen Interview ab Seite 38 lesen Sie unter ande-

rem, was Lehmann zur Stiftungsrechtsreform und dem OCIO-Trend sagt und welchen Stellenwert Immobilien für ihn haben. Einziger Wermutstropfen für die Redakteure: Die angekündigte und als legendär angepriesene Currywurst blieb aus – dafür war der Nachtisch ein voller Erfolg.



Ein Bilderrätsel zum Mitmachen: Welches Paar Schuhe gehört wohl dem Banker und welches dem Journalisten?

BARFUSS BEI BERENBERG: Selbst in seinen wildesten Lokalreporter-Zeiten behielt Redakteur Thorben Lippert bei der Arbeit stets seine Schuhe an. Mehr als ein Dutzend Berufsjahre lang funktionierte das gut – ehe eine Hamburger Privatbank ihm eines regnerischen Wintertages die Treter auszog. Die Hamburger Privatbank war Berenberg, vertreten von Klaus Naeve. Der Leiter Wealth & Asset Management sieht es vermutlich sonst wie Lippert, behält die Schuhe lieber an. Wenn beide aber die halb fertige Bürobaustelle der Bank im Hamburger Norden erkunden, geht für sie die Schonung des neuen Bürobodens vor. Also zog auch Naeve an diesem trüben Wintertag die Schuhe aus, wischte mit der Hand den Baustaub vom einzigen Tisch in den leeren Büros und lauschte den Interviewfragen. Seine Antworten finden Sie auf Seite 20.

EMPFANG

- 03 Editorial**
- 06 Meine Meinung**
Patrick Maurenbrecher vom Kontora Family Office über Sinn und Unsinn von Eltifs
- 08 Wir haben Post**
Das deutsche Rentensystem ist im internationalen Vergleich lediglich Mittelmaß. Die Nachhaltigkeit lässt zu wünschen übrig

FAMILY OFFICE

- 10 Namen & Nachrichten**
- 12 Unter dem Radar**
Für börsennotierte Mittelständler wird die Analystendecke immer dünner. Das spüren auch Investoren
- 16 Ehe man sich verschenkt**
Aus dem Pärchenurlaub in die Steuerstrafat? Anja Stürzl zu ehelicher Vor- und Nachsorge bei Schenkungen
- 22 Plan groß**
Viele Family Offices könnten eine gute Finanzplanung vertragen. Henning Schröder erklärt im ersten Teil seiner Serie, wie das funktionieren kann

GESPRÄCH

- 20 „Privatbanken können international expandieren“**
Eine Hamburger Privatbank mit Geschäft in Südamerika. Das kann funktionieren, erklärt Klaus Naeve von Berenberg im Interview
- 38 „Mein Job ist es, frühzeitig Probleme auszumachen“**
Dieter Lehmann leitet die Kapitalanlage der Volkswagen Stiftung. Im Gespräch lobt er die Stiftungsrechtsreform und hadert mit Alternatives
- 56 „Family Offices müssen in der Szene sichtbar sein“**
Family Offices und Venture Capital passen zusammen. Angela De Giacomo und Philipp von dem Knesebeck warnen aber vor Hürden

INSTITUTIONELL

- 28 Namen & Nachrichten**
- 30 Notwendiger Wandel**
Das Zinsumfeld und die Zunahme von Naturkatastrophen erschweren die Liquiditätsplanung von Rückversicherern. Was verändert sich im Asset Liability Management?
- 34 BRSG 2.0 auf Eis**
Die Ampel ist Geschichte. Ein Rückschlag für das zweite Betriebsrentenstärkungsgesetz, kurz BRSG II. Wie deshalb die Aussichten für Pensionskassen sind
- 42 Nachhaltigkeit bedeutet**
Jens Hennes vom Versorgungswerk der Apothekerkammer Nordrhein über antizyklische Anlagestrategien und ESG

HANDELSRAUM

- 44 Namen & Nachrichten**
- 46 It's the inflation, stupid**
Donald Trump ist wieder US-Präsident. Was bedeutet das jetzt für die Märkte – und langfristig für US-lastige Portfolios? Ein Ausblick auf spannende Jahre
- 52 Marios Masterplan**
Superaufsicht für Europa: Draghis Gedankenspiele unter der Lupe
- 58 Kornwestheim trifft Singapur**
In unserer Serie „Fondsanalyse deluxe“ stellen dieses Mal Carsten Riester und Kevin Steiger von W&W Asset Management einen exotischen Value-Spezialisten vor

DACHTERRASSE

- 62 Namen & Nachrichten**
- 64 Depot voller Geigen**
Am Kapitalmarkt sollten sich Investoren nicht von ihren Gefühlen leiten lassen – bei Streichinstrumenten ist das hingegen erlaubt, wenn nicht sogar geboten
- 66 Impressum**



38

„Frühzeitig Probleme ausmachen“

Seit 25 Jahren verantwortet Dieter Lehmann die Kapitalanlage der Volkswagen Stiftung. Im Interview erklärt er, warum er auf Alternatives verzichtet, seine Meinung zum OCIO-Modell und in welchem Punkt die Stiftungsrechtsreform revolutionär ist

ALLE FOTOS: DANIEL MÖLLER

34

BRSG 2.0 auf Eis

Das vorzeitige Aus der Ampel-Koalition ist ein Rückschlag für das zweite Betriebsrentenstärkungsgesetz, kurz BRSG 2. Klaus Friedrich, Lars Hinrichs und Claudia Veh von Deloitte geben Ein- und Ausblicke

COVER: FIREEY

46

It's the inflation, stupid

Donald Trump ist wieder US-Präsident. Ist der Trump-Trade schon vorbei, oder geht es mit Beginn seiner Präsidentschaft an den Börsen erst recht aufwärts?

20

„Privatbanken können international expandieren“

Neue Standorte, neue Kontinente und neue Kundengruppen: Berenberg hat den Vertrieb im Wealth & Asset Management seit 2017 umgebaut. Klaus Naeve, Leiter des Geschäftsfelds, über schützende Eigentümer und profitabile Dienstleistungspools

FOTO: JEFFREY

12

Unter dem Radar

Für börsennotierte Mittelständler wird die Analystendecke immer dünner. Das spüren auch Investoren. Doch nach Jahren der Konsolidierung gibt es erste Anzeichen für eine Trendwende im Research-Markt

FOTO: CANVA

22

Plan groß

Für Unternehmen oder Privatpersonen ist eine durchdachte Finanzplanung mittlerweile Standard. Bei Family Offices braucht es für Finanzplanung oft noch einen Startpunkt – den Family-Officer-Berater Henning Schröder im ersten Teil seiner Artikelserie setzt

FOTO: CANVA

ALTERNATIVE FÜR ALTERNATIVES

Wie gelingt der private Vermögensaufbau – und sind dafür Eltifs notwendig, oder reichen vielleicht doch ETFs? Eine Einordnung von Patrick Maurenbrecher vom Kontora Family Office



Patrick Maurenbrecher ist seit 2017 geschäftsführender Partner und Investmentchef des Kontora Family Office, das rund 6 Milliarden Euro verwaltet

Wie kann ich als privater Anleger für das Alter vorsorgen? Eine berechtigte Frage vor dem Hintergrund, dass die Finanzwelt zunehmend komplexer wird. Welche Fonds lohnen ein Investment? Ist der Kauf einer Immobilie sinnvoll? Was ist mit Lebensversicherungen – und wie steht es mit der Inflation, den Zinsen, Fremdkapital und weiteren Sorgentreibern beziehungsweise Möglichkeiten? Und wie machen das Family Offices? Werden in der Vermögensanlage von Großvermögen auch Instrumente wie der European Long-Term Investment Fund, kurz Eltif, eingesetzt?

Seit einigen Jahren demokratisiert der Eltif auch alternative Anlageklassen. Privatanleger erhalten Zugang zu Private Equity, Venture Capital oder auch Infrastrukturinvestments – also zu Asset-Klassen, die bisher institutionellen Investoren und Family Offices vorbehalten waren. Aber gehen wir zurück an den Anfang: Als Deutsche finden wir Sparen grundsätzlich gut – oft gerne als Festgeld. Das hat in den vergangenen Jah-

ren wegen der Niedrigzinsphase nicht funktioniert. Aktien empfinden viele Mitbürger jedoch als zu riskant. Jetzt stellen Sie sich aber vor, Sie könnten Geld zu 8 Prozent als Sparplan anlegen. Das heißt: Wenn Sie im Alter von 30 Jahren 10.000 Euro investieren und dann im Rahmen eines Sparplans jeden Monat 100 Euro zur Seite legen würden, wie viel Geld hätten Sie dann 30 Jahre später – also zu Ihrem 60. Geburtstag – zur Verfügung? Behalten Sie die Frage im Hinterkopf, wir kommen später darauf zurück.

Erlauben Sie mir zunächst eine etwas provokante These: Sparpläne sind langweilig. Private Equity, Venture Capital und andere, theoretisch höher rentierliche alternative Anlagen müssten doch auch – rein von der Logik her – deutlich zielführender und damit besser sein, oder nicht? Neue Anlagevehikel und gesetzliche Rahmenbedingungen wie der Eltif senken die Eintrittsbarrieren für neue Anleger deutlich. Perfekt. Dies ermöglicht einer breiteren Anlegerschaft, an den Wachstumschancen

junger Unternehmen, an Innovationspotenzialen und langfristigen Renditen teilzuhaben.

Schauen wir uns das etwas genauer an: Alternative Asset-Klassen sind vor allem für ihre hohen Renditechancen bekannt. Diese erreichen sie oft in Marktzyklen, in denen traditionelle Märkte schwächeln. Private Equity und Venture Capital zielen darauf ab, in Unternehmen zu investieren, die eine hohe Wachstumsdynamik besitzen, mitunter aber auch eine hohe Volatilität und andere, schwer zu kalkulierende Risiken aufweisen. Kommen wir zu Eltifs: Seit einigen Jahren sind diese in der EU verfügbar und schaffen für Privatanleger eine Brücke zu längerfristigen und weniger liquiden Investments. Aufgrund strenger gesetzlicher Vorgaben und Berichtspflichten bieten die Vehikel im besten Fall eine Transparenz und Sicherheit, die bei klassischen Private-Equity- oder Venture-Capital-Investments für private Anleger schwer zugänglich ist.

Die Entwicklung von Eltifs und anderen strukturierten Investmentmöglichkeiten für private Anleger bringt – zumindest in der Theorie – auch den Vorteil institutioneller Qualitätsstandards mit sich. Die grundlegende Transparenz in Kombination mit einer breiteren Verteilung von Risiken auf zahlreiche Anlegergruppen kann langfristig eine stabile Ertragsquelle darstellen. Zusätzlich setzen Eltifs einen Rahmen für die Allokation von Kapital in reale Vermögenswerte wie Infrastrukturprojekte und nicht-börsennotierte Unternehmen, was gleichzeitig zur wirtschaftlichen Entwicklung beiträgt.

Wenn sich alternative Anlageklassen für den Massenmarkt öffnen, wächst aber auch der Verwaltungsaufwand. Fondsmanager und Initiatoren stehen vor der Herausforderung, die zunehmend komplexe Struktur der Fonds effizienter zu verwalten und gleichzeitig eine hohe Rentabilität sicherzustellen. Dabei entstehen Kosten für Verwaltung, Compliance und Vertrieb, die naturgemäß steigen, je mehr Investoren beteiligt sind. Diese Kosten werden in der Regel auf die Investoren umgelegt und können sich negativ auf die Nettoerträge auswirken.

Oft sind sich Privatanleger dieser Kostenstruktur nicht bewusst oder verstehen nicht, in welchem Umfang diese Kosten tatsächlich die Rendite mindern können. Während institutionelle Investoren die Kapitalkraft haben, um günstigere Konditionen und individuelle Vereinbarungen auszuhandeln, werden Privatanleger häufig mit Sonderkonditionen belastet, die eine hohe Kostenquote aufweisen können. Hier ist ein gewisses Maß an Vorsicht geboten, da sich selbst geringfügige Kostenunterschiede über einen langen Anlagehorizont erheblich auf die Endrendite auswirken können.

Ein weiteres Risiko bei der Demokratisierung alternativer Assetklassen liegt darin, dass Asset Manager bestimmte strukturelle Aspekte und Gebührenmodelle für Privatanleger einführen, die für diese Anlegergruppe schwer nachvollziehbar sind. Tatsächlich kann ich bestätigen, dass einige Fondsinstitute nicht davor zurückschrecken, an dieser Stelle die fehlende Expertise privater Anleger auszunutzen, indem sie Gebührenstrukturen einbauen, die von Laien nicht vollständig durchschaut werden. Ein Beispiel wären die sogenannten Carry Fees, die typischerweise bei Private-Equity- und Venture-Capital-Fonds anfallen und zusätzlich zu den Verwaltungsgebühren berechnet werden. Während institutionelle

Anleger die Berechnungslogiken kennen und überprüfen, kann dies für Privatanleger ohne entsprechende Erfahrung schwierig sein. Heißt das also, wenn wir von Eltifs sprechen, dass die Risiken für Privatanleger mögliche Vorteile überwiegen? Leider ist die Antwort: Es kommt darauf an. Aber vielleicht ist eine einfache Alternative auch die bessere Idee ...

Seit ihrer erstmaligen Auflage in den 1990er Jahren entwickelten sich börsengehandelte Indexfonds (ETFs) durchaus erfolgreich. Es handelt sich um eine kostengünstige Möglichkeit, breit diversifizierte Portfolios börsengehandelter Unternehmensbeteiligungen aufzubauen. ETFs sind transparente und liquide Anlageinstrumente, die sich durch geringe Gebührenstrukturen auszeichnen und sich für einen langfristigen Vermögensaufbau eignen. Da ETFs passiv verwaltet werden und den Verlauf eines bestimmten Index abbilden, entfallen hohe Managementgebühren, die bei aktiv verwalteten Fonds anfallen. Ein Anleger, der einen Sparplan in kostengünstigen ETFs aufsetzt und diesen langfristig – idealerweise über mehr als zehn Jahre – hält, kann mit Renditen von 7 bis 9 Prozent pro Jahr rechnen (S&P 500 1970 bis 2023: 9 bis 10 Prozent, MSCI World 1970 bis 2023: 8 bis 9 Prozent). Die Einfachheit und die geringen Kosten von ETFs machen sie folgerichtig zu einer beliebten Alternative für Privatanleger, die in alternative Anlageklassen nicht investieren möchten oder können. Es ist lediglich notwendig, ein Produkt mit niedrigen Verwaltungskosten auszuwählen und konsequent auf lange Sicht zu halten.

Fazit und Ausblick für Eltif – und ETF

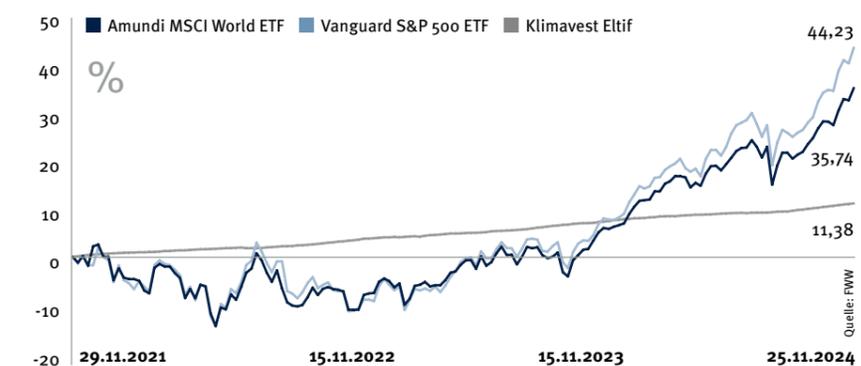
Die Demokratisierung alternativer Anlageklassen bietet viele Chancen, birgt aber auch einige Risiken für Privatanleger. Durch gesetzliche Rahmenbedingungen wie Eltifs wird der Zugang zwar erleichtert, doch die damit verbundenen Kosten und Strukturen können die Rendite am Ende mindern.

Um hier eine gut fundierte und informierte Entscheidung treffen zu können, sollten sich Privatanleger intensiv mit den Gebührenstrukturen auseinandersetzen und im Zweifelsfall auf bewährte Alternativen wie kostengünstige ETFs zurückgreifen. Man könnte auch sagen: Wenn ich einen langfristigen ETF-Sparplan nicht systematisch durch den Einsatz von Eltifs schlagen kann, warum die Komplexität in Kauf nehmen? Als Family Officer kann ich berichten, dass wir ETFs durchaus als Core-Investments in großen Mandantenvermögen einsetzen.

Die Entwicklung des ETF-Markts hat bewiesen, dass es möglich ist, Privatanlegern einfache und kostengünstige Investmentprodukte anzubieten, die langfristig stabile Renditen liefern. Das zeigt, dass es nicht immer notwendig ist, in komplexe und potenziell teure Alternativen zu investieren, um erfolgreich Vermögen aufzubauen. Übrigens: Das anfangs beschriebene Beispiel mit einem Einmalinvestment von 10.000 Euro und dem Sparplan von 100 Euro pro Monat würde bei einer Performance von 8 Prozent nach 30 Jahren zu gut 250.000 Euro führen. ■

Der Klimavest-Eltif im Vergleich zu Standard-ETFs

Die Wertentwicklung seit 2021 zeigt: Selbst wenn es schwierige Jahre gibt, lassen einfache Indexfonds den Klimavest-Eltif hinter sich



Renitentes Rentensystem

Das deutsche Rentensystem ist im internationalen Vergleich Mittelmaß. Besonders die Nachhaltigkeit des Systems lässt zu wünschen übrig, wie eine Auswertung zeigt

Platz 20 von 48 – das deutsche Rentensystem ist bestenfalls mittelmäßig. Zu diesem Ergebnis kommt eine Studie der Unternehmensberatung Mercer in Zusammenarbeit mit dem CFA Institute. Im diesjährigen Index erzielte Deutschland mit 67,3 Punkten zwar einen leicht höheren Wert als in den vergangenen Jahren. Im Ländervergleich geht es dennoch um einen Rang nach unten.

Aus drei Sub-Indizes wird am Ende gewichtet die Endnote gebildet. Bei ihr geht es alphabetisch von A (Bestnote) bis D hinunter. Auf die ersten drei Plätze schaffen es – wie schon im Vorjahr – die Niederlande, Island und Dänemark. Die Niederlande sind erneut Spitzenreiter und liegen in allen Sub-Indizes vor Deutschland.

Besonders deutlich wird dies beim Punkt Nachhaltigkeit, also der Beständigkeit, die die Autoren dem Altersversorgungssystem in dem Land beimessen. Dort schneidet Deutschland miserabel ab. Mit 45,8 Punkten geht es zwar um 0,5 Punkte nach oben. Obwohl das deutsche Rentensystem, bestehend aus gesetzlicher Rente, privater und betrieblicher Altersversorgung, mit Rang 9 in der Sub-Kategorie „Angemessenheit“ gut abschneidet, erreicht es in der Sub-Kategorie „Nachhaltigkeit“ – und hier geht es in erster Linie um die Frage, wie zukunftssicher das System eingeschätzt wird – nur den 33. Rang.

Der Sub-Index „Integrität“ misst Themen wie die gesetzliche Regulierung der Altersversorgung, wie teuer das System in der Umsetzung ist und wie die Regeln innerhalb eines Landes kommuniziert werden. Bei „Integrität“ schneidet Deutschland mit 75,3 von 100 möglichen Punkten zwar vergleichsweise gut ab. Gegenüber der Vorstudie wurde es jedoch erneut etwas schlechter bewertet.

Im Punkt „Angemessenheit“ kann sich Deutschland dafür von 79,8 auf 81,1 Punkte steigern. Angemessenheit steht für Vorsorgeanreize, allgemeine Ersparnisse, staatliche Unterstützung und die Quote von Immobilienbesitzern. ■

Max Morrison

Rentensystem	Rating	Total	Angemessenheit	Nachhaltigkeit	Integrität
Niederlande	A	84,8	86,3	81,7	86,8
Island	A	83,4	82,0	84,3	84,4
Dänemark	A	81,6	84,0	82,6	76,3
Israel	A	80,2	75,7	82,6	84,1
Singapur	B+	78,7	79,8	74,3	83,0
Australien	B+	76,7	68,4	79,5	86,1
Finnland	B+	75,9	77,0	64,2	90,8
Norwegen	B+	75,2	77,2	63,6	88,3
Chile	B	74,9	71,2	70,9	86,5
Schweden	B	74,3	75,2	73,7	73,6
Großbritannien	B	71,6	75,7	61,5	79,3
Schweiz	B	71,5	66,0	71,4	80,4
Uruguay	B	68,9	84,0	46,6	76,1
Neuseeland	B	68,7	64,8	64,9	80,2
Belgien	B	68,6	81,8	40,1	87,4
Mexiko	B	68,5	73,8	63,4	67,1
Kanada	B	68,4	67,0	63,8	77,1
Irland	B	68,1	68,1	73,6	52,8
Frankreich	B	68,0	84,8	43,4	75,7
Deutschland	B	67,3	81,1	45,8	75,3
Kroatien	B	67,2	66,8	57,4	81,7
Portugal	B	66,9	83,4	34,6	85,7
VAE	C+	64,8	77,1	43,3	75,3
Kasachstan	C+	64,0	45,8	73,1	80,4
Hongkong	C+	63,9	51,5	61,1	87,5
Spanien	C+	63,3	82,9	30,7	77,6
Kolumbien	C+	63,0	63,9	57,4	69,5
Saudi-Arabien	C+	60,5	61,1	58,0	62,9
USA	C+	60,4	63,9	58,4	57,5
Polen	C	56,8	59,2	45,2	69,4
China	C	56,5	65,2	37,8	69,1
Malaysia	C	56,3	44,5	54,6	77,4
Brasilien	C	55,8	70,4	31,0	67,3
Botswana	C	55,4	39,7	52,0	85,2
Italien	C	55,4	68,2	25,1	77,2
Japan	C	54,9	57,1	47,1	62,1
Peru	C	54,7	55,3	46,9	64,7
Vietnam	D	54,4	56,8	41,3	69,3
Taiwan	D	53,7	46,2	51,9	68,2
Österreich	D	53,4	67,2	22,0	75,2
Südkorea	D	52,2	40,5	52,4	70,5

avalog
An NEC Company

Ist Ihr Wert
infrage
gestellt?

66%
der deutschen
Anleger
hinterfragen
die Kosten
ihrer Beratung.

Der Avalog Wealth Insights Report 2024 liefert wichtige Erkenntnisse über die Anleger und führende Vermögensverwalter in Europa, Asien und im Nahen Osten.

Sie erfahren, welche Trends das Anlegerverhalten bestimmen und wie Technologie den Kundenservice voranbringt.



Zum Download des Reports.



Timo Schwietering (links)
und Frank Naab

Bankhaus Metzler bündelt Private Banking

STRUKTUR: Das Bankhaus Metzler hat Timo Schwietering zum Leiter des deutschen Privatkundengeschäfts befördert – und damit erstmals eine bundesweite Führungsebene ins Private Banking eingezogen. Seit Januar verantwortet Schwietering als Leiter Kundenbetreuung & Akquisition die Geschäftsstellen in München, Düsseldorf, Hamburg, Berlin, Stuttgart sowie das zentrale Privatkundengeschäft am Hauptsitz in Frankfurt. Bundesweite Verantwortung hat auch Frank Naab erhalten. Er leitet vom Frankfurter Stammsitz aus den Bereich Portfoliomanagement und Strategie. Dazu zählen das zentrale Portfoliomanagement sowie die Abteilung Strategie und Research. Gerhard Wiesheu, Vorstandssprecher des Bankhauses Metzler, begründete die neue Führungsebene mit dem geplanten Wachstum. Man könne „noch schneller und effizienter auf die spezifischen Bedürfnisse der Kunden reagieren“. Schwietering, seit 2008 bei Metzler, leitete bisher den Stuttgarter Standort. Auch wenn es rund um Schwietering und Naab nun eine bundesweite Führungsebene gibt: Die Regionalleitung im Private Banking soll es weiterhin geben. Deswegen übernimmt Patrick Deriu den bisherigen Posten von Schwietering und leitet künftig das Geschäft in Stuttgart. Der 41-jährige war bisher als Senior-Kundenberater im Private Banking am Standort Stuttgart tätig.



FOTO: BETHMANN BANK

Lars Friedrichsen

Bethmann Bank ernennt Standortleiter Bremen

WECHSEL: Die Bethmann Bank hat einen neuen Leiter am Standort Bremen. Lars Friedrichsen folgt auf Michael Gröger, der seit 2019 den Standort leitete. Gröger werde seinem Nachfolger noch für die kommenden zwei Jahre zur Seite stehen, heißt es in einer Pressemitteilung. Friedrichsen, 17 Jahre Berater im Private Banking der Sparkasse Bremen, wechselte zum 1. November zur Bethmann Bank.



FOTO: IMAGO / PANTHERMEDIA

HSBC-Studie

Vielen Family Offices fehlt ein Nachfolgeplan

STUDIE: Bei der Nachfolgeplanung hat jedes zweite Family Office Nachholbedarf, wie eine Studie von HSBC und Campden Wealth zeigt. Nur 47 Prozent der befragten Unternehmen haben einen Nachfolgeplan, von diesen sind nur 13 Prozent schriftlich fixiert. Die mangelnde Vorbereitung der nächsten Generation werde als großes Problem gesehen. Befragt wurden weltweit 360 Single Family Offices.



FOTO: DEUTSCHE BANK

Alexander Nestroy

Deutsche Bank beruft Marktgebietsleiter

ÜBERGABE: Alexander Nestroy leitet seit dem 1. Februar das Wealth Management der Deutschen Bank im Marktbereich München. Er ist seit mehr als 20 Jahren für das Institut tätig. Vor seinem Wechsel ins Wealth Management leitete Nestroy den Bereich Structured Finance der Unternehmensbank für die Region Süd und Österreich. Sein Vorgänger, Hubert Weigand, tritt Ende 2025 in den Ruhestand ein.



FOTO: PICTET

Armin Eiche

Armin Eiche wird Europa-Chef von Pictet

BEFÖRDERUNG: Armin Eiche ist zum 1. Januar 2025 an die Spitze der Bank Pictet & Cie (Europe) gerückt. Der Equity-Partner, seit 2011 Pictets Wealth-Management-Leiter in Deutschland, folgt als Vorstandsvorsitzender auf Christian Schröder. Schröder werde zu einem späteren Zeitpunkt im Jahr 2025 in den Aufsichtsrat der europäischen Bank der Pictet-Gruppe einziehen, heißt es von den Schweizern.



FOTO: UBS

Sükriya Aclan

UBS befördert Regionalleiterin

AUFSTIEG: Sükriya Aclan leitet seit November das Wealth Management der UBS Deutschland. In ihrer Position verantwortet sie das HNW- und Affluent- sowie das UHNW-Segment und berichtet an Tobias Vogel, Vorstandschef der UBS Europe. Aclan ist seit 2019 bei der UBS und führte als Regionalleiterin Mitte von Frankfurt aus das größte Team der Bank in Deutschland.



FOTO: SPARKASSE KÖLN-BONN

Kathrin Ullrich

Führungswechsel bei Kölner Sparkasse

REGIONAL: Kathrin Ullrich leitet seit Oktober 2024 das Private Banking der Sparkasse Köln-Bonn. Ullrich kam im Juli von der Sparkasse Harburg-Buxtehude, bei der sie ebenfalls das Private Banking verantwortet hatte. In Köln folgt sie auf Sophia Schwind, die in die passive Phase ihrer Altersteilzeit eingetreten ist. Im Private Banking verwaltet die Sparkasse ein Vermögen von rund 5 Milliarden Euro.

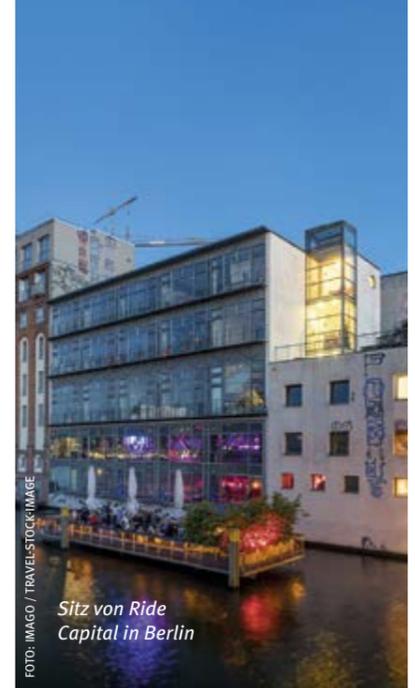


FOTO: IMAGO / TRAVELSTOCKIMAGE

Sitz von Ride
Capital in Berlin

Gründer steigen bei Ride Capital wieder ein

FINTECH: Ride Capital erlebte in den vergangenen Monaten ein Hin und Her. Mit Felix Schulte und Christine Kiefer sind im Dezember die zwei Gründer zum Berliner Start-up zurückgekehrt, das vor der Pleite stand. Kiefer und Schulte haben das Unternehmen zurückgekauft und laut Pressemitteilung „finanziell abgesichert“. Im September hatte das Fintech für vermögensverwaltende GmbHs überraschend Insolvenz angemeldet, wohl aufgrund eines Liquiditätsengpasses. Als im November bekannt wurde, dass Ride Capital einen neuen Investor gefunden hat, waren die beiden Gründer schon nicht mehr als Geschäftsführer an Bord. Auch unter dem bisherigen Mitgesellschafter und dann neuem Hauptinvestor – der Beteiligungsgesellschaft Alera Capital von Raoul Heraeus – beruhigte sich die Situation wohl nicht. Zwischenzeitlich seien Gehälter nicht gezahlt worden, der Investor habe den Geschäftsbetrieb einstellen wollen, hieß es. Kiefer und Schulte wollen das verhindern und haben angekündigt, auch wieder Neukunden aufzunehmen.



Drei Radarschüsseln sind in den Himmel gerichtet. Ob die Anlagen auch Marktsignale von Small und Mid Caps empfangen?

UNTER DEM RADAR

Für börsennotierte Mittelständler wird die Analystendecke immer dünner. Das spüren auch Investoren. Doch nach Jahren der Konsolidierung gibt es erste Anzeichen für eine Trendwende im Research-Markt

schwieriger wird, eine Analystenabdeckung zu erhalten. Gerade Unternehmen mit geringer Marktkapitalisierung bleibt oft als einzige Möglichkeit, Analysen von privaten Research-Anbietern gegen Bezahlung erstellen zu lassen, sogenanntes Paid oder Sponsored Research.

Die meisten Banken und Research-Häuser bieten diese Dienstleistung selbst oder über ein Tochterunternehmen an. Um Zweifeln an der Unabhängigkeit dieser Analysen vorzubeugen, betonen die Anbieter unisono, dass von Emittenten finanziertes Research den gleichen Qualitätskriterien wie die übrige Coverage unterliege. Schließlich sind die Interessenskonflikte offensichtlich.

Eine Umfrage unter Portfolio- und Fondsmanagern der Deutschen Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management (DVFA) im Jahr 2020 ergab, dass rund drei Viertel der Befragten einen Mehrwert in „Sponsored Research“ sehen. 22 Prozent glauben, es sei sogar unabhängiger. Die Begründung: Die Interessen der Brokerhäuser seien offener nachvollziehbar als beim nicht bezahlten Research. Ohnehin drängt sich die Frage auf, ob Research ganz unabhängig sein kann. Denn beleuchtet eine Bank ei- ➤

Wenn deutsche Nebenwerte zu Analystenkonferenzen einladen, wird die Gästeliste immer kürzer. Viele börsennotierte Unternehmen sind froh, wenn sie überhaupt noch von einem Analysehaus abgedeckt werden. Denn die Zahl der Anbieter ist rückläufig, spätestens seit Mifid II.

Nach langem Ringen trat am 3. Januar 2018 die europäische Finanzmarktrichtlinie in Kraft. Sie sollte für mehr Transparenz und Anlegerschutz auf dem Finanzmarkt sorgen. Research-Leistungen müssen seitdem separat abgerechnet werden, ihre Kosten dürfen nicht mehr versteckt an die Käufer von Anlageprodukten weitergegeben werden. Der Regulator verfolgte damit zwei Ziele: Erstens wollte er die Nebenkosten des privaten Vermögensaufbaus senken. Zweitens wollte der Regulator unterbinden, dass Banken und Finanzdienstleister mit ihren Research-Publikationen Aktienanlagen in den Markt drücken, die vor allem Ver-

triebsinteressen bedienen. In der Praxis ließ Mifid II den Ertragspool einer ganzen Branche schmelzen.

„Das sogenannte Unbundling hat die Regeln des einst ertragsstarken Geschäftsmodells für Aktien-Brokerage neu geschrieben“, sagt Matthias Desmarais, Leiter Equities von Oddo BHF. Banken mussten Aktienhandel, Aktien-Research und Corporate Access, bis dahin vereint, aufschlüsseln. Asset Manager, unabhängige Vermögensverwalter oder Fondsboutiquen überlegen seitdem genau, von welchem Haus sie zu welchen Aktien und zu welchem Preis Aktien-Research einkaufen. „Es ist nicht weiter verwunderlich, dass die Liste der mandatierten Häuser immer kürzer wird“, so Desmarais.

Ein Konsolidierungsprozess, an dessen Anfang das Private Banking und Asset Management noch stehen, ist in der Research-Branche weiter fortgeschritten. Große Brokerhäuser schluckten in den vergangenen Jahren kleinere unabhängige

Anbieter, mehrere Banken haben ihr Aktien-Research aufgegeben oder ausgelagert (siehe Zeitstrahl ab Seite 14).

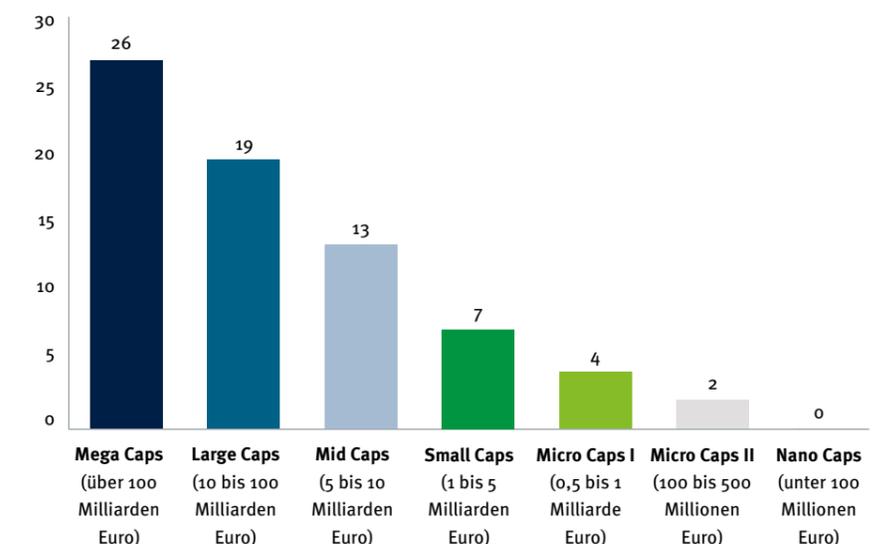
Ein Profiteur dieser Konsolidierung: die deutsch-französische Bankengruppe Oddo BHF. Sie hat mit der Commerzbank, der österreichischen Raiffeisen Bank International (RBI), der niederländischen ABN Amro, der BBVA aus Spanien und Natixis aus Frankreich den Aktienhandel und das Research mehrerer Banken an ihre Broker-Plattform angedockt. Oddo BHF setzt im margschwachen Research-Geschäft auf Skalierung. Mit der paneuropäischen Plattform könne man ein größeres, spezialisiertes Research-Universum im Bereich europäischer Aktien, auch bei Small und Mid Caps, abdecken. Damit blieben die angeschlossenen Banken mit einer Coverage von inzwischen über 800 Emittenten – auch im Vergleich zu den internationalen US-Investmentbanken – relevant, sagt Desmarais. In Deutschland deckt die Oddo BHF mit zehn Analysten 165 Aktien ab.

Eine solche Coverage will das Bankhaus Metzler noch erreichen. Im Oktober vergangenen Jahres kündigte die Privatbank an, weitere Analysten einstellen und die Aktienabdeckung von derzeit 110 auf 160 bis 180 deutsche Titel steigern zu wollen. 2020 hatte die Bank erst rund 80 Aktien abgedeckt. Das Research-Geschäft müsse zur Strategie und Schwerpunktsetzung eines Hauses passen, sagt Pascal Spano, der das Research des Bankhauses leitet. „An diesem Punkt sind Banken zu verschiedenen Ergebnissen gekommen.“ Weil Metzler davon überzeugt ist, dass Kapitalmarktfinanzierungen für deutsche Unternehmen künftig wichtiger werden, wolle man sich insbesondere in Sektoren mit Finanzierungsbedarf personell vergrößern und die Abdeckung verbreitern.

Die Wachstumsinitiativen einiger weniger Adressen können aber nicht darüber hinwegtäuschen, dass es durch den Rückzug mehrerer Research-Anbieter für börsennotierte Mittelständler immer

Alle Augen richten sich auf die Großen

Median der Sell-Side-Analysten je Marktkapitalisierung: Während Mega-Konzerne von mehreren Dutzend Research-Anbietern untersucht werden, müssen kleine Micro Caps froh sein, überhaupt eine Analysten-Coverage zu bekommen



Quelle: Factset, BofAML European Equity & Quant Strategy, Stand September 2023

nen Emittenten in einer Analyse kritisch, dürfte das Institut für das Unternehmen nicht unbedingt der erste Ansprechpartner bei der nächsten Kapitalerhöhung sein.

Fest steht: Seit 2018 haben sich die Einnahmequellen der Research-Häuser ein Stück weit von Investoren hin zu den Emittenten verschoben. Erstens, weil die Verkaufskommissionen, die die Broker vor Mifid II erhalten haben, passé sind. Zweitens, weil aktive Asset Manager verstärkt auf ihre Kosten achten, wenn Anlagengelder zunehmend in passive Produkte fließen. Das erleichtert Preisverhandlungen nicht. Drittens hat sich der Markt für Nebenwerte in der DACH-Region in den vergangenen beiden Jahren vergleichsweise schwach entwickelt. „Viele auf dieses Segment fokussierte Investoren spüren das deutlich“, sagt etwa Pierre Gröning, Vorstand von Montega, einer auf Nebenwerte fokussierten Investment-Banking-Boutique mit eigener Research-Abteilung.

Zugänge zu Unternehmen bieten

Die Zahlungsbereitschaft für bloße Research-Studien und Aktienanalysen ist laut Gröning bei vielen Vermögensverwaltern, Family Offices und spezialisierten Fondsboutiquen in der Mifid-II-Welt gering. Gerade bei Small und Mid Caps müssen auch kleinere, spezialisierte Research-Häuser einen direkten Draht zu den Unternehmen bieten können. Die wenigsten Investoren der genannten Investorenklassen hätten umfangreiche Research- oder Corporate-Access-Verträge mit größeren Investmentbanken.

„Natürlich wollen Investoren hochwertiges Research konsumieren, um Emittenten besser zu verstehen und wichtige Informationen in ihre Anlageentscheidungen einfließen zu lassen“, so Gröning. „Darüber hinaus wollen sie sich aber mit Analysten zu den Investment Cases austauschen sowie einen direkten Zugang zu den Vorständen der Unternehmen haben, in die sie investieren.“ Dies könne über digitale Formate, Roadshows oder Konferenzen geschehen. Montega startete daher 2021 mit Connect eine digitale Plattform für Kapitalmarkt-Events zwischen Emittenten und Investoren. Im Juli 2024 gliederte das Hamburger Unternehmen die Plattform in die neu gegründete Airtime Software aus, um die „Weichen für weiteres Wachstum zu stellen“, hieß es. „Connect“ soll Emittenten ermöglichen, eigenständig mit passenden Investoren in Kontakt zu treten, für die sie sonst immer weniger sichtbar werden.

Was Emittenten belastet, kann für Nebenwerte-Investoren wie Peter Kraus, Leiter Small Cap Equities bei Berenberg, auch ein Vorteil sein. Er sagt, die Qualität des Researchs im Nebenwerte-Bereich habe zwar nicht abgenommen. „Dass die Abdeckung aber merklich zurückgegangen ist, kann ein Grund dafür sein, dass sich Investoren zunehmend auf Mid Caps konzentrieren“, sagt Kraus.

Für Unternehmen im Micro-Cap-Sektor – für Berenberg Unternehmen mit einer Marktkapitalisierung unter einer Milliarde Euro – sei es schon immer schwer gewesen, eine Analystenabdeckung zu erhalten, allein aufgrund der Vielzahl der

Titel. In Europa gebe es rund 6.000 Unternehmen in diesem Bereich. Zum Vergleich: In den USA sind es knapp 4.000 über alle Segmente hinweg. Für ein Unternehmen mit etwa 100 Millionen Euro Marktkapitalisierung müsse sein Team das Research in der Regel also selbst erstellen. Die Arbeit zahle sich aber aus: Die Wachstumsraten seien oft höher, die Unternehmen hätten oft starke Gewinnmargen und seien teilweise niedriger bewertet.

Research-Ausgaben steigen wieder

Kraus, der auch den Aktienfonds Berenberg European Small Cap managt, und seine Kollegen können bei ihrer Arbeit auf das Research der Investmentbank von Berenberg zurückgreifen. Die Bank, die 2021 ein Analystenteam in Frankfurt zusammenstellte, baute in diesem Zug auch ihre Coverage im Small- und Micro Cap-Segment aus. Doch die Investmentbank ist nur einer von mehreren Brokern, die das Small-Cap-Equities-Team von Berenberg im Research nutzt. „Wir sind Portfoliomanager und Analysten zugleich. Wir haben kein Buy-Side-Research, das wir umsetzen müssen“, betont Kraus.

Im Research wird unterschieden, ob der Bericht von der „Sell Side“ stammt, die selbst mit Aktien handelt, oder von der „Buy Side“, die Kundenvermögen verwaltet und für private und institutionelle Anleger Aktien kauft. Die Studien haben somit einen unterschiedlichen Zweck und Inhalt. Dennoch können die Analysen des Equity Researchs als Grundlage unter mehreren für die „Buy-Side-Berichte“ dienen – etwa, wenn eine Bank in ihrem

Investmentkomitee die Hausmeinung zu Aktien festlegt, die in der Anlageberatung empfohlen werden.

Als Mifid II in Kraft trat, befürchteten viele Beobachter, dass die Regelung kleinere Finanzinstitute und unabhängige Wertpapierdienstleister ohne eigene Research-Abteilung besonders hart treffen würde, weil sie sich die teuren Pakete schlicht nicht leisten könnten. Die DRH Vermögensverwaltung aus Dresden etwa verzichtet seit Anfang 2020 auf den klassischen Bezug externer Research-Dienstleistungen. „Stattdessen nutzen wir Echtzeitdaten aus dem Pool des Infront Investment Manager, Microsoft Finance und andere Plattformen, um Unternehmensdaten und -fakten frei zugänglich zu beziehen“, erklärt der geschäftsführende Gesellschafter Marco Rumpf.

Nebenwerte tauchen in den Portfolios der DRH-Kunden allerdings selten auf: Ziel des Investmentansatzes des Vermögensverwalters ist es, die 100 bis 120 weltweit erfolgreichsten Werte in den Mandantenportfolios zu allokalieren. „Die nach unserem Investmentansatz ausgewählten Werte werden in der Folge regelmäßig quartalsweise überwacht und im Bedarfsfall angepasst“, so Rumpf. Die Kosten für externes Research hätten sich seit 2018 für das Unternehmen nicht erhöht.

2025, sieben Jahre nach Inkrafttreten von Mifid II, sind die Research-Budgets von Asset Managern und Vermögensverwaltern weiter knapp bemessen. Daran konnte auch der Brexit nichts ändern, durch den britische Unternehmen aus der Mifid-II-Regulierung gefallen sind. „Kaum ein Asset Manager dort möchte

Welche Privatbanken ein eigenes Aktien-Research haben

Während viele Anbieter vom Markt verschwunden sind, haben diese sechs Privatbanken ihre Analystenteams in den vergangenen Jahren gehalten oder ausgebaut

	Aktienabdeckung	Größe des Analystenteams
Berenberg	763 Unternehmen, 132 aus Deutschland	Insgesamt 34 Analysten, die mindestens eine deutsche Aktie abdecken, davon 11 im EU-Mid-Cap-Team
Hauck Aufhäuser Lampe	Rund 170 Unternehmen	14 Analysten
Bankhaus Metzler	Rund 110 Unternehmen	12 Analysten
Quirin Privatbank	60 bis 80 Unternehmen	5 Analysten
Oddo BHF	800 europäische Unternehmen, 165 aus Deutschland	100 Analysten, davon 10 im deutschen Team
Warburg Research*	202 Unternehmen, 190 aus Deutschland	19 Analysten

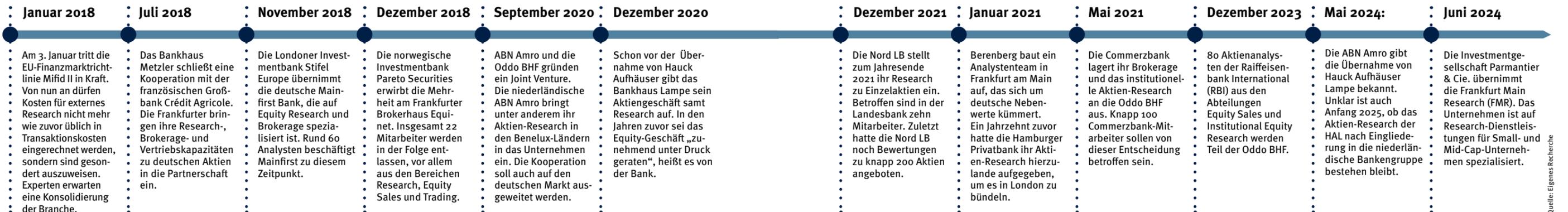
*Die Warburg Research GmbH ist eine eigenständige Tochter der M.M.Warburg & CO. Quelle: Eigene Recherche, Stand November 2024

heute noch mit seinen Kunden die Diskussion führen, warum neue Brokerhäuser hinzukommen“, sagt Desmarais von Oddo BHF. Im Juli 2024 erlaubte die britische Finanzmarktaufsichtsbehörde FCA, Analysen und Handelsausführung wieder gebündelt abzurechnen, und machte damit Mifid II rückgängig. Auch in der EU gibt es verschiedene Initiativen, die Richtlinie abzumildern. „Es ist jedoch festzustellen, dass dies aktuell in Brüssel auf der Prioritätenliste nicht besonders weit oben steht“, sagt Klaus Soer, Leiter Research der Quirin Privatbank.

Eine gute Nachricht für die Branche gab es 2024 trotzdem: In der ersten Jahreshälfte sind die Research-Budgets der Asset Manager laut dem britischen Analysehaus Substantive Research erstmals seit 2018 wieder gestiegen, wenn auch in Europa um bescheidende 4 Prozent. Anstatt dass Research-Anbieter Jahr für Jahr zusehen müssen, wie die Preise sinken, gebe es nun wieder einen Markt mit Gewinnern und Verlierern. Und davon könnten am Ende auch Emittenten und Investoren profitieren, wenn Nebenwerte im Aktien-Research wieder auf dem Radar sind. ■

Clemens Behr

So hat sich der Research-Markt seit Mifid II entwickelt



Quelle: Eigene Recherche

EHE MAN SICH VERSCHENKT

Aus dem Pärchenurlaub in die Steuerstrafat? Ehepartner müssen bei gemeinsamen Reisen, Ferienhäusern und Konten auch an das Finanzamt denken. Anja Stürzl zu ehelicher Vor- und Nachsorge bei Schenkungen

FINANZAMT

Hochzeitpaar vor einem Finanzamt: Eine Ehe bedeutet natürlich auch, dass sich steuerlich etwas verändert. Passen Ehepartner nicht auf, können sie in eine Steuerfalle tappen – der Güterstand sollte also geplant sein

FOTO: FIRELY

Ewig dein, ewig mein, ewig uns: Dieses Zitat ist einer der Klassiker für Hochzeitsreden. Mit Blick auf den gemeinsamen Vermögensaufbau und Schenkungen sollten sich Ehepaare jedoch nur den ersten Teil des Zitats merken. Denn schließen zwei Partner eine Ehe, bleibt es trotzdem erst einmal bei zwei getrennten Vermögen. Oft ist den Vermählten auch nicht bewusst, dass sie sich mit Gemeinschaftskonten, Ratenzahlungen auf eine gemeinsame Immobilie oder Urlaubsreisen, die nur ein Ehepartner bezahlt, auch im steuerlichen Sinne beschenken.

Gerade in Ehen mit einem Alleinverdiener herrscht bisweilen dieser Irrglaube, dass es für beide Partner ein gemeinsames Vermögen gebe, spricht: Was auf dem Konto landet, steht beiden Ehegatten gleichermaßen zu. Schließlich bringt der eine Partner das Einkommen nach Hause, während der andere sich um Haushalt und Familie kümmert – so die weit verbreitete Annahme. Schließt das Paar keinen Ehevertrag, greift der gesetzliche Güterstand der Zugewinngemeinschaft. Und der wiederum bedeutet: Jeder behält steuerlich betrachtet sein Vermögen für sich allein.

Wenn der gut verdienende Ehepartner dann nicht nur den allgemeinen Lebensunterhalt finanziert, sondern auch die luxuriöse Finca auf Mallorca bezahlt, ein gemeinsames Aktiendepot aufbaut oder mit teuren Uhren und Autos aufwartet, gelten solche Zuwendungen steuerlich als „Schenkungen“. Diese sind zwar nicht immer, aber oft schenkungsteuerpflichtig. Werden sie dem Finanzamt nicht angezeigt und – falls eine Steuerpflicht besteht – werden die entsprechenden Steuern nicht entrichtet, ist der Tatbestand der Steuerhinterziehung verwirklicht.

Persönlicher Steuerfreibetrag

Grundsätzlich zeigt sich der Fiskus erst einmal großzügig bei Schenkungen unter Eheleuten – und auch bei eingetragenen Lebenspartnern: Vermögen mit einem Wert von bis zu 500.000 Euro können innerhalb von zehn Jahren steuerfrei übertragen werden. Jedoch gilt der Freibetrag ausschließlich für Ehepaare und eingetragene Lebenspartnerschaften. Für alle anderen Partnerschaften greift die Regelung für Schenkungen zwischen Dritten, wobei der Freibetrag hier lediglich 20.000 Euro beträgt. Wichtig zu beachten: Das Wissen

um den Freibetrag entbindet nicht von der Pflicht, die Schenkung beim Finanzamt anzuzeigen. Jede Schenkung, unabhängig davon, ob sie den Freibetrag überschreitet oder nicht, muss innerhalb von drei Monaten gemeldet werden. Das Finanzamt muss sie prüfen. Die Anzeigepflicht gilt dabei sowohl für den Beschenkten als für auch den Schenker. Grundsätzlich gilt hier: Unwissenheit schützt vor Strafe nicht.

Was gilt alles als Schenkung?

Als Schenkung im steuerrechtlichen Sinne gilt grundsätzlich jede Zuwendung unter Lebenden, soweit der Bedachte durch die Schenkung auf Kosten des Schenkenden bereichert wird. Ob eine Bereicherung auf der einen und gleichzeitig eine Vermögensminderung auf der anderen Seite vorliegt, lässt sich nicht immer so einfach bestimmen, wie dies auf den ersten Blick erscheinen mag. Schwierig zu bewerten ist der Umstand insbesondere bei unentgeltlichen oder teilentgeltlichen Nutzungsüberlassungen, zum Beispiel, wenn jemand an Familienangehörige vermietet oder Kosten für gemeinsame, kostenintensive Reisen übernimmt. ➤

Die Unterschiede der Güterstände

In der Zugewinngemeinschaft finden sich Steuerfallen, aber auch Möglichkeiten, um neben den Freibeträgen noch Schenkungsteuer zu sparen. Denn weil der Zugewinnausgleich steuerfrei ist, können Ehepartner die Zugewinngemeinschaft mit einer Gütertrennung kombinieren, um das Vermögen hin und her zu „schaukeln“

Güterstand	Entsteht durch	Anfang/während der Ehe	Nach Ende der Ehe	
Zugewinngemeinschaft	Gesetz	Vermögen 1	Vermögen 1	Zugewinn 1
		Vermögen 2	Vermögen 2	Zugewinn 2
Gütertrennung	Ehevertrag	Vermögen 1	Vermögen 1	Zugewinn 1
		Vermögen 2	Vermögen 2	Zugewinn 2
Gütergemeinschaft	Ehevertrag	Gemeinsames Vermögen	Vermögen 1	Hälfte der Zugewinne
			Vermögen 2	Hälfte der Zugewinne

Quelle: Eigene Recherche

Häufig unerkannt bleiben typischerweise auch Schenkungen im Zusammenhang mit Gemeinschaftskonten. Um ein einfaches Beispiel zu nennen: Zahlt ein Ehegatte 10 Millionen Euro auf ein Gemeinschaftskonto ein, während der andere lediglich 2 Millionen Euro einzahlt, wird die Hälfte der Differenz – also 4 Millionen Euro – als Schenkung betrachtet und ist, natürlich abzüglich eines etwaigen Freibetrags, grundsätzlich steuerpflichtig.

Immobilien als Stolperstein

Eine weitere Schenkungsteuerfalle können gemeinsame Immobilien sein. Ein typisches Beispiel: Ehepartner erwerben eine gemeinsam vermietete Immobilie – zum Beispiel zur gemeinsamen Altersvorsorge – und damit ein nicht selbst genutztes Objekt. Der steuerliche Tatbestand der Bereicherung ist immer schon dann erfüllt, wenn eine Person – gegebenenfalls auch durch höhere Kreditwürdigkeit – Mittel aufbringt, die über seinem Eigentumsanteil am Objekt liegen.

Auch Darlehen im Familienkreis bergen Risiken. Familien dokumentieren sie häufig unzureichend oder gar nicht. Dadurch sind diese Darlehen schwerer nachzuweisen. Ferner werden nicht selten die selbst festgelegten Rahmenbedingungen wie beispielsweise Rückzahlungsraten und -zeiträume nicht eingehalten. Hinzu kommt, dass Darlehen innerhalb der Familie regelmäßig zinsfrei ausgestaltet sind. Bereits die Unverzinslichkeit eines Darlehens stellt laut Bundesfinanzhof jedoch eine Schenkung dar.

Selbstverständlich muss nicht jedes Geburtstags- oder Weihnachtsgeschenk beim Finanzamt angezeigt werden. Sogenannte Gelegenheitsgeschenke sind von der Besteuerung mit Schenkungsteuer befreit. Doch auch hier ist es schwer, die Grenze zu ziehen, denn was ist angemessen? Die Frage dürfte das Finanzamt je nach Anlass, Umständen, aber vor allem auch den persönlichen Vermögensverhältnissen unterschiedlich beantworten. Ist eine Designer-Tasche zum Abitur noch angemessen? Oder ein Porsche zur Hochzeit? Auch hier gilt: Lieber einmal zu viel beim Steuerberater nachgefragt als zu wenig. Eine Möglichkeit, um Steuern bei Vermögensübertragungen zwischen Ehepartnern zu vermeiden oder sogar rückwirkend – jedenfalls steuerlich – zu

heilen, bietet die sogenannte Güterstandsschaukel. Gemeint ist damit ein Wechsel beziehungsweise „Schaukeln“ von der Zugewinnsgemeinschaft in die Gütertrennung und wieder zurück.

Güterstandsschaukel hilft

Die Güterstandsschaukel ist ein steuerliches Gestaltungsmodell, das die zivilrechtliche Möglichkeit des Güterstandswechsels nutzt. Ziel ist es, bereits zu Lebzeiten einen zivilrechtlichen Ausgleichsanspruch zwischen Ehegatten im Güterstand der Zugewinnsgemeinschaft zu schaffen und so eine schenkungsteuerfreie Vermögensübertragung zu ermöglichen. Die Besonderheit: Ein Wechsel des Güterstands ist (auch) rückwirkend möglich. Die Rückwirkung gilt steuerlich, nicht aber strafrechtlich. Bei vorsätzlicher Nicht-Anzeige einer früheren Schenkung hilft nur eine Selbstanzeige, um möglichst eine Strafe wegen Steuerhinterziehung zu vermeiden.

Klimaverschärfung Steuerstrafrecht

In den vergangenen Jahren verschärfte sich die Situation im Zusammenhang mit potenziell steuerstrafrechtlich relevanten Sachverhalten. Was vor einigen Jahren noch auf steuerlicher Ebene geregelt wurde, wird heute oft an die Straf- und Bußgeldsachenstellen weitergeleitet. Gründe sind unter anderem, dass die Öffentlichkeit sensibler und das regulatorische Umfeld verschärft ist, während die Anforderungen an den Steuerpflichtigen wachsen und der Sachverhalt komplexer wird. Hinzu kommt, dass die Schwelle zur Annahme von Vorsatz oder Leichtfertigkeit im Bereich von Steuerstraftaten in der Praxis extrem niedrig ist.

Bei Schenkungen zeigt sich dies besonders eklatant, weil Betroffene diese oft nicht als solche erkennen und hier ein spürbarer Konflikt zwischen Lebenswirklichkeit und Steuerrecht besteht. Steuerliche Korrekturen und eine Selbstanzeige sind zwar grundsätzlich möglich, Betroffene sollten sie aber mit Vorsicht und nie ohne einen versierten Berater angehen.

Steuerstrafverfahren vermeiden

Was aber, wenn das Kind schon in den Brunnen gefallen ist und die Steuerbeamten wegen möglicher Steuerhinterziehung ermitteln, weil ein Ehepartner versehentlich Vermögen übertragen und das unwissentlich nicht angemeldet hat? Genug Stolperfallen gibt es ja schon, sodass solch ein Vorgang prinzipiell denkbar ist.

Wird jemand wegen vorsätzlicher Steuerhinterziehung verurteilt, kann die Justiz eine Geldstrafe oder eine Freiheitsstrafe von bis zu fünf Jahren verhängen. In einem besonders schweren Fall, der nach der Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs bei einer Hinterziehungssumme von über 50.000 Euro vorliegt, drohen sechs Monate bis zu zehn Jahre Gefängnis. Doch gerade in Steuerstrafverfahren – und besonders in den vorliegenden Konstellationen innerhalb einer Ehe – bestehen im Ermittlungsverfahren zahlreiche Verteidigungs- und teils Gestaltungsmöglichkeiten; sowohl im strafrechtlichen als auch steuerlichen Verfahren. Um ein böses Erwachen in Form von steuerstrafrechtlichen Konsequenzen zu vermeiden, hilft daher meistens schon ein erhöhtes Problembewusstsein. Und das ist in der Ehe ja ohnehin von Vorteil. ■



Die Gastautorin **Anja Stürzl** gründete Ende 2023 die Kanzlei Stürzl Steuerstrafrecht und ist Rechtsanwältin mit Spezialisierung auf Steuerrecht und Steuerstrafrecht in Frankfurt am Main. Ihre berufliche Laufbahn begann sie als Rechtsanwältin bei Wannemacher & Partner, 2019 wechselte sie zur Kanzlei Flick Gocke Schaumburg. Von Dezember 2022 bis zur Gründung ihrer eigenen Kanzlei war sie Partnerin bei Rettenmaier Frankfurt.

hausInvest

Omniturm in Frankfurt am Main: eine Immobilie des hausInvest

Gefragte Lagen. Nachgefragte Objekte. Offen für Morgen.



Als einer der größten Offenen Immobilienfonds in Deutschland ist hausInvest Offen für Morgen. Jetzt mehr erfahren unter hausinvest.de/offen-gesagt

Dies ist eine Marketing-Anzeige. Bitte lesen Sie den Verkaufsprospekt und das Basisinformationsblatt des hausInvest, bevor Sie eine Anlageentscheidung treffen. Diese und weitere Unterlagen (bspw. den jeweils aktuellen Jahres- und Halbjahresbericht) erhalten Sie kostenlos in deutscher Sprache in Schrift- bzw. Dateiform bei Ihrem Berater oder direkt bei der Commerz Real Investmentgesellschaft mbH. Zusätzlich können Sie die Unterlagen im Internet unter <https://pflichtunterlagen.hausinvest.de> herunterladen. Nähere Informationen über nachhaltigkeitsrelevante Aspekte (gemäß Offenlegungsverordnung) finden Sie unter <https://hausinvest.de/rechtliche-hinweise>. Näheres zu Chancen und Risiken des hausInvest finden Sie auch unter <https://hausinvest.de/chancen-risiken>. Eine Zusammenfassung Ihrer Anlegerrechte finden Sie im Internet in deutscher Sprache unter <https://hausinvest.de/anlegerrechte/>

COMMERZ REAL  Ein Fonds der Commerz Real Investmentgesellschaft mbH

„AUCH MITTELGROSSE PRIVATBANKEN KÖNNEN INTERNATIONAL EXPANDIEREN“

Neue Standorte, neue Kontinente und neue Kundengruppen: Berenberg hat den Vertrieb im Wealth & Asset Management seit 2017 umgebaut. Klaus Naeve, Leiter des Geschäftsfelds, über schützende Eigentümer und profitable Dienstleistungspools

private banking magazin: Bei unserem letzten Gespräch 2020 wollten Sie die Belegschaft vergrößern und verjüngen. Was haben Sie erreicht?

Klaus Naeve: Wir konnten den Altersschnitt in der gesamten Bank auf unter 40 Jahre senken. Die Anzahl der Mitarbeiter im Wealth & Asset Management haben wir um rund zehn Prozent gesteigert – und wir wollen weiter wachsen.

Bei den Nettomittelzuflüssen peilten Sie 2021 3 Milliarden Euro pro Jahr an. Wie sieht die Bilanz aus?

Naeve: Im Durchschnitt liegen wir knapp unter dieser Marke von 3 Milliarden Euro. Dabei muss man aber auch die schwierigen Marktbedingungen berücksichtigen. In solchen Phasen arbeiten wir eher an strukturellen Verbesserungen – und setzen uns neue Ziele.

2021 war ein Ziel auch, die Produktwelt zu verändern ...

Naeve: Vor 2017 hatten wir im Asset Management einen quantitativen sowie einen Overlay-Schwerpunkt. Inzwischen sind wir breiter aufgestellt. Hinter den Erwartungen zurückgeblieben sind bloß ESG-Produkte. Kunden im Wealth Management und im Wholesale-Segment stimmen ESG als grundsätzlichem Element nicht so stark zu wie damals prognostiziert. Auf der institutionellen Seite kommen wir dagegen ohne ESG in keine Ausschreibung.

Haben Sie eine Erklärung für die Zurückhaltung im Wealth Management?

Klaus Naeve verantwortet als Leiter das Wealth und Asset Management der Berenberg Privatbank. Er arbeitete jahrelang im Wealth Management der Bank und führte ab 2018 den Hamburger Standort. Ab 2020 übernahm er auch bankweite Aufgaben im Wealth und Asset Management von Berenberg.



Naeve: Vermögensverwalter mussten Kunden nach Nachhaltigkeitskriterien wie Artikel 6, 8 oder 9 fragen, bevor überhaupt ein Produktangebot bestand. Kunden wollten aber keine Kompromisse eingehen. Rückblickend hätte man es regulatorisch anders angehen müssen: Erst die Produkthanbieter zu bestimmten ESG-Standards verpflichten und dann die Kunden fragen, wie viel sie davon umsetzen möchten. Die ESG-Quote in den Portfolios wäre heute deutlich höher.

Wie sieht Ihre Vorstellung von einer modernen Vertriebsstruktur aus?

Naeve: Unser Geschäft mit Single Family Offices haben wir ausgeweitet, aus dem reinen Fondsvertrieb ist ein deutschlandweites Wholesale-Geschäft geworden: Viele unserer Fonds haben Vertriebsreife erreicht, wir sprechen mit Dachfonds und IFAs. Der institutionelle Vertrieb ist auch auf weniger regulierte Investoren ausgerichtet, zum Beispiel Unternehmen. Durch das Firmenkundengeschäft und das Investment Banking haben wir bereits gute Kontakte. Wir haben sie nur nie gefragt, ob wir auch ihr Geld anlegen dürfen.

Sich breiteren Zielgruppen zu öffnen, liegt nahe. Welche Potenziale kann eine Privatbank wie Berenberg noch heben?

Naeve: Auch mittelgroße Privatbanken können international expandieren, am einfachsten für liquide Produkte. In Großbritannien haben wir etwa ein Produkt für die dortigen DC-Pensionskassen entwickelt. In der Schweiz betreiben wir Wholesale- und institutionellen Vertrieb, zudem blicken wir nach Österreich und Frankreich. Nicht überall braucht es Personal: Um die Kostenbasis nicht zu strapazieren, arbeiten wir mit Drittvertriebspartnern in Süd- und Nordeuropa, Israel sowie Süd- und Mittelamerika zusammen – ein Modell, das Matthias Born schon bei Allianz Global Investors eingesetzt hat.

Birgt das nicht Risiken, wenn Privatbanken den Vertrieb aus der Hand geben? Der Vertrieb könnte sehr einseitig sein.

Naeve: Natürlich sollten Produktgeber die Kontrolle nur abgeben, wenn sie

auch Assets bekommen. Dann ist es ein skalierbares Geschäftsmodell. In Deutschland braucht es mehr als nur ein Produkt, um Kunden zu finden. Banken mit eigener Kapitalverwaltungsgesellschaft etwa haben einen Vorteil.

Den Berenberg nicht hat.

Naeve: Der Nachteil lässt sich mit Dienstleistungen ausgleichen, die die Bank Kunden als strategischer Partner bietet. Dazu gehören in unserer neuen Vertriebsstrategie etwa die strategische Asset-Allokation, Buchhaltung, Ausschreibungen oder Asset Liability Management.

Lassen sich diese Dienstleistungen monetarisieren?

Naeve: Auf zwei Arten, und in unserem Fall auch schon profitabel: Manche institutionelle Kunden bezahlen ausschließlich für die Beratung zur strategischen Asset-Allokation. Andere zahlen dafür zwar nicht direkt, dafür aber für ein Investmentprodukt oder -mandat. So ist unser Dienstleistungspool auch Türöffner für eine tiefere Diskussion über die Gesamtstruktur der jeweiligen Vermögen.

Sind Kunden dazu bereit? Schließlich steht dahinter ein unternehmerisches Kalkül.

Naeve: Gerade institutionell geprägte Kunden sind verständlicherweise sensibel und blocken gewisse Themen rigoros ab. Aber Dienstleistungen können ja schon für sich konkurrenzfähig sein – wir haben ein eigenes programmiertes Tool dort, wo viele Investment Consultants noch mit Excel arbeiten. Das fällt auch einigen der größten institutionellen Investoren in Europa auf. Aber natürlich nützen sie auch Wealth-Management-Kunden, die wir ganz klassisch über unser Standortgeschäft in Deutschland beraten. Und dieses Geschäft haben wir ja zudem um Büros in Hannover und Nürnberg ergänzt.

Die neuen Büros scheinen eher aus personaltaktischen als aus standortstrategischen Gründen eröffnet worden zu sein ...

Naeve: Es braucht heutzutage keine fixe Standortplanung für die kommenden Jahre mehr. Stattdessen können Banken wie wir opportunistisch vorgehen: Finden wir gut vernetzte und zu unserem Anspruch passende Kollegen, dann eröffnen wir lieber in deren Heimatmarkt ein kleines Büro, als dass sie in einen bestehenden Standort umziehen und pendeln müssen.

Müssen Berater Assets mitbringen, um die Bürokosten zu rechtfertigen?

Naeve: Dafür sollte es keine fixen Vorgaben geben. Die Logik ist doch: Wenn Privatbanken einen regional verwurzelten Kollegen finden, der gute Arbeit leistet, bringt er automatisch Assets mit. Jüngere Kollegen haben noch keine langjährige Bindung und keine großen Bücher. Die Asset-Ansprüche sind geringer – wir sehen in ihnen vor allem Akquisiteure, die bei uns ihr Buch aufbauen. Erreichen Berater ihre Kapazitätsgrenze, müssen sie ihre Bücher aber auch teilen können. Deshalb planen wir, in den kommenden Jahren jeweils 25 bis 30 weitere Kollegen einzustellen.

Gibt das deutsche Wealth Management noch so viel her?

Naeve: Babyboomer gehen in den Ruhestand, finden keinen Nachfolger und verkaufen ihre Unternehmen. Aus dieser illiquiden Unternehmensmasse entsteht liquides Vermögen. Setzt man der Zahl der Institute aber die Zahl dieser Cash-Events entgegen, zeichnet sich ein harter Wettkampf um diese Fälle ab. Andererseits sehen wir auch, dass Erbschaften Gelder neu verteilen. Klar ist aber auch: Das reine Investmentgeschäft reicht künftig nicht mehr.

Studien zeigen, dass vor allem große Asset Manager und spezialisierte Boutiquen ihre Marge durchsetzen können. Berenberg scheint mit 40 Milliarden Euro verwaltetem Vermögen weder das eine noch das andere zu sein. Fressen oder gefressen werden?

Naeve: Wir sind groß genug, um nicht Übernahmekandidat zu sein, zudem bietet unsere Eigentümerstruktur zusätzlichen Schutz. Außerdem sind wir seit Jahren sehr profitabel. Aber natürlich muss ein Unternehmen heute mehr denn je Kostenführer oder Qualitätsführer sein. Wir tendieren zur Qualitätsführerschaft. Und ich bin überzeugt, diese Ehrlichkeit, diese Fokussierung, wird weiter funktionieren.

Also fressen statt gefressen werden?

Naeve: Wir konzentrieren uns lieber auf unsere Kunden, als unsere Schlagkraft in die bei Mergern nötigen Probleme zur Integration von Mitarbeitern, Unternehmenskulturen und IT-Landschaften zu stecken. Auch kundenseitig ergibt im Bankgeschäft eins plus eins nie zwei. Während sich einige unsere Wettbewerber um solche Aufgaben kümmern müssen, können wir organisch wachsen. ■ Das Gespräch führte Thorben Lippert

PLAN GROSS

Für Unternehmen oder Privatpersonen ist eine durchdachte Finanzplanung mittlerweile Standard. Bei Family Offices braucht es für Finanzplanung oft noch einen Startpunkt – den Family-Officer-Berater Henning Schröder im ersten Teil seiner Artikelserie setzt



Finanzplanung gleicht einem Puzzle: Wollen Family Offices überprüfen, ob ihre Asset-Allokation auch zu den Zielen passt, kann Finanzplanung helfen

FOTO: CANVA

Wäre das nicht reizvoll: Vorausplanen zu können, wie sich das nicht im Familienunternehmen gebundene freie Vermögen entwickelt? Quantifizieren zu können, wie sich strategische Entscheidungen auf das Vermögen auswirken? Was für Unternehmen gang und gäbe und selbst für Privatpersonen verbreitet ist, ist für Family Offices noch selten anzutreffen: eine sich über alle Asset-Klassen erstreckende Finanzplanung. Dabei ist sie auf ganz vielen Gebieten sehr nützlich, vor allem bei der Entwicklung einer strategischen Asset Allocation – gemeinhin bekannt als SAA.

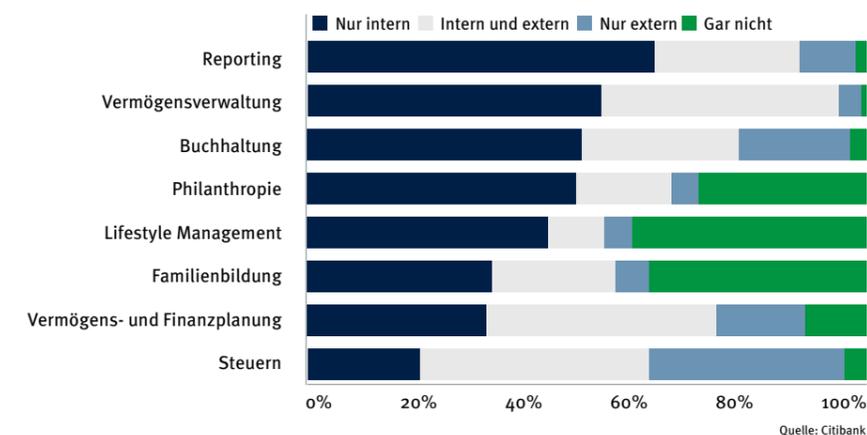
Strategische Asset Allocation (SAA)

Die SAA ist das Kernstück der Verwaltung großer Familienvermögen. Untersuchungen zufolge entscheiden sich auf ihrer Ebene 90 Prozent des Anlageerfolgs. Deshalb machen sich Family Offices viele Gedanken zu der Frage, in welchem Verhältnis in welche Asset-Klassen und Vermögenswerte investiert werden soll. Ziel ist es natürlich, die richtige Anlagestruktur für das zur Familie passende Verhältnis zwischen Chance und Risiko zu finden. Dazu werden verschiedene Vermögenswerte anhand ihrer Erwartungswerte für Rendite, Volatilität und den maximalen Verlust sowie ihrer historischen Korrelationen so miteinander kombiniert, dass der Vermögensmix den individuellen Anlagezielen entspricht.

Damit ist es aber oft nicht getan. Die Lebenswirklichkeit der Familien ist noch komplizierter. Häufig müssen Family-Office-Entscheider auch noch unterschiedliche Verwendungszwecke des Vermögens berücksichtigen. Erwartbare Investitionen, mögliche Abfindungs- oder Steuerzahlungen und Ausschüttungsansprüche können es erforderlich machen, zumindest Teilbeträge des Vermögens leichter liquidierbar anzulegen. Zudem stellt ein Family Office eine SAA in den seltensten Fällen auf eine komplett grüne Wiese. Meistens gibt es schon mehr oder weniger schwer veräußerbare Bestandsinvestitionen, für die zu klären ist, inwieweit sie Teil der zukünftigen Vermögensallokation sein sollen. Planen Family Offices, dieses Vermögen zu bereinigen, kann sich das oft über Jahre hinziehen. Beispiel: Es dauert mitunter lange, bis eine Immobilie so hergerichtet ist, dass sie verkauft werden kann oder bis ein geschlossener Fonds endlich ausläuft. Erst dann können Family Officer die Asset Allocation realisieren, die sie anstreben. Es sollte im Interesse jedes Verantwortlichen für das Vermögen liegen – gleichgültig, ob er der Familie entstammt oder ein familienfremder Family Officer ist –, den Familienmitgliedern vermitteln zu können, was sie in der Zwischenzeit an Erträgen aus ihrem Vermögen erwarten dürfen. Letztlich interessieren sich nämlich die meisten Vermögensinhaber weniger für sophisticated Risikokennziffern als dafür, was am Ende für sie herauskommt. Dafür ist auch ein ▶

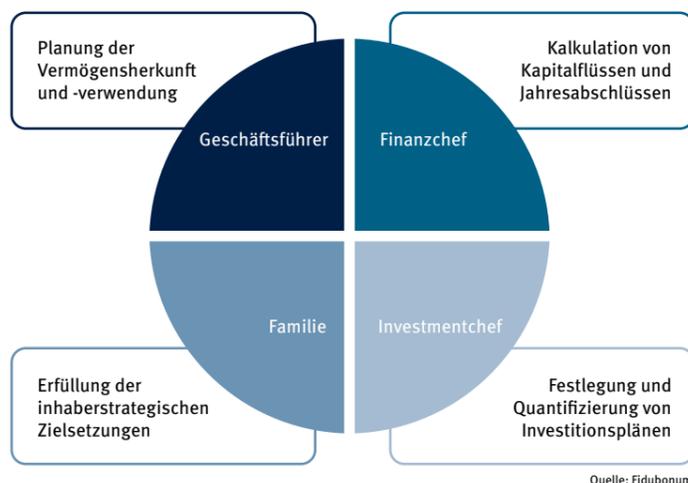
Was Family Offices bieten – und was sie auslagern

Bei der Vermögens- und Finanzplanung arbeiten viele Family Offices bisher mit externen Partnern zusammen – nur bei den Steuern setzen sie damit noch häufiger auf Kooperationen mit externen Dienstleistern



Finanzplanung unterstützt alle Stakeholder

Innerhalb eines Family Office oder einer Familien-Holding schafft eine Finanzplanung Transparenz für alle Betroffenen. So können sie Investitionsvolumina, Eigen- und Fremdkapital sowie Ausschüttungsquoten oder die konkreten Allokationen besser planen



Blick auf die Kosten der Vermögensverwaltung und auf die mit ihr verbundenen Steuern wichtig.

Startpunkt für eine SAA sollte immer eine Annahme darüber sein, wie sich das Vermögen auf die für die Familie investierbaren Asset-Klassen und Vermögensgegenstände verteilt. Das Portfolio sollte volumengewichtet die Renditeerwartungen der Familie erfüllen und gleichzeitig die ermittelten Risikogrenzen wahren. Ob man sich dafür ein Excel-Sheet bastelt oder aufwendigere stochastische Verfahren nutzt, ist eine Frage der Professionalität, des Geschmacks und auch der Kosten. Monte-Carlo-Simulationen sind derzeit der Professionalitätsstandard. Sie ermitteln auf Basis historischer Rendite- und Risikokennziffern sowie deren Korrelationen aus Zigttausenden möglichen Entwicklungspfaden die wahrscheinlichsten Erwartungswerte für die Zukunft. Daraus können die Verantwortlichen dann ableiten, wie sie ideal die Asset-Klassen kombinieren und gewichten können. Monte-Carlo-Simulationen vermitteln bei liquiden Vermögenswerten mathematisch fundierte Rechengrößen für eine SAA; bei illiquiden Vermögenswerten fehlt es dafür an Daten. Die Zahlen, die die Simulationen errechnen, haben allerdings das Manko, dass sie aus einer Art stochastischer Blackbox stammen. Viele

Vermögensinhaber können damit wenig anfangen. Sie legen ihren Planungen lieber ihre eigenen Einschätzungen darüber zugrunde, wie sich die einzelnen Asset-Klassen zukünftig entwickeln.

Finanzplanung in der SAA

Wie dem auch sei: Mit der auf die eine oder andere Art gewonnenen Annahme für eine sinnvolle SAA ist nur der erste Schritt getan. Um abschätzen zu können, ob und wann diese Vermögensstruktur geeignet ist, die angestrebten Ziele auch nach allen Kosten und Steuern und unter Berücksichtigung aller absehbaren Zahlungsströme zu erreichen, muss noch eine Finanzplanung draufgesattelt werden. Die strategische Asset Allocation wird quasi durch eine quantitative Asset Allocation ergänzt. Wie dieser Artikel und seine Fortsetzung in der nächsten Ausgabe zeigen werden, lassen sich mit ihrer Hilfe dann noch zahlreiche weitere Fragen beantworten.

Wie sieht so eine Finanzplanung für Family Offices aus? Sie kann auf der Ebene der Einzelwerte, der Asset-Klassen, einzelner Gesellschaften sowie des Gesamtvermögens über einen Zeitraum von zehn Jahren jeweils Bilanz, Gewinn- und Verlustrechnung und Kapitalflussrechnung darstellen. Damit lässt sich unmittelbar überprüfen, ob die mit der SAA angestreb-

ten Vermögensziele erreichbar sind. Wenn das nicht der Fall ist, wird auch schnell deutlich, an welchen Vermögensbestandteilen das liegt. Für jeden separat angelegten Vermögenswert (und natürlich auch für jede Aggregationsebene) wird auf Vollkostenbasis sowie vor und nach Steuern transparent, was er zum Gesamterfolg beiträgt.

Für die Aggregationsebenen Asset-Klassen, Gesellschaften und Gesamtvermögen zeigt eine Finanzplanung zusätzlich, wie sich die jeweiligen Bestände und Ergebnisse auf Währungen, Nutzungsarten für Immobilien beziehungsweise Gattungen für sonstige Vermögenswerte, Risiko-Scores, Investmentstile und Liquidierbarkeit aufteilen. Das macht deutlich, wie die Vermögensstruktur im Laufe der Zeit durch unterschiedliche Wertentwicklungen und nicht immer quotengenaue Investitionen und De-Investitionen von der eigentlich angestrebten SAA abweicht. Außerdem können die Family-Office-Verantwortlichen damit leicht überprüfen, ob sie die Risiko- und Liquiditätsvorgaben einhalten. Schließlich lassen sich zahlreiche Kennzahlen ermitteln: von stillen Reserven über Fremdkapital-, Fremdwährungs- und Steuerquoten, verschiedenste Renditekennziffern bis hin zu bestimmten Bilanzkennzahlen.

Ausgangsbasis: Ist-Werte

Die Finanzplanung setzt auf den letzten Bilanzzahlen und dem Reporting auf. Sie schaut aber im Unterschied zu diesen nicht in die Vergangenheit, sondern ausgehend vom Status quo nur in die Zukunft. Dafür müssen Family Officer zunächst die einzelnen Gesellschaften anlegen, die sie in die Finanzplanung einbeziehen wollen. Es genügt, sich auf die Gesellschaften zu beschränken, die das Family Office unmittelbar oder mittelbar steuert. Soweit das für einzelne Beteiligungen oder das Familienunternehmen nicht gilt, reicht es aus, sie als Beteiligung anzulegen, für die nur ein paar Parameter wie Beteiligungsquote, Buchwert, Ausschüttungen, Finanzierung, Abschreibung sowie Bewertungsgröße und Bewertungsfaktor benötigt werden. Für die Gesellschaften, deren Tätigkeit und Vermögensbilanz die aufgestellte SAA unmittelbar berührt, bedarf es einige zusätzliche Angaben: Sitzland, Rechtsform, Muttergesellschaft, Quoten für Aufteilung der Fix- und Personalkosten auf die Asset-Klassen, Adressaten für die Weiterbelastung von Kosten sowie einige wenige Steuerdaten und Bilanz- und GuV-Positionen.

Anschließend müssen Family Officer die Vermögenswerte erfassen und den Gesellschaften und Asset-Klassen zuordnen. Dabei müssen sie natürlich nicht jedes Wertpapier individuell berücksichtigen. Meist genügt es, ganze Portfolios oder Vermögensverwaltungsmandate zu betrachten. Größere und langfristige Investments, zum Beispiel in Private-Equity-Fonds oder Direktimmobilien, sollten Family Officer dagegen schon einzeln planen. Bei diesen Vermögenswerten benötigt die Finanzplanung Buch- und Verkehrswerte zum vorangegangenen Jahresende und gegebenenfalls ihre prozentuale Zusammensetzung aus verschiedenen Gattungen. Sofern einzelne Assets fremdfinanziert sind, sind auch Betrag, Zins, Tilgung und Laufzeit dieser Darlehen relevant. Bei Direktimmobilien empfiehlt es sich, den Datenkranz noch etwas granularer zu fassen. So können Family Officer pro Immobilie auch die Mieten, Leerstände, Instandhaltungskosten, Capex-Maßnahmen, Transaktionskosten und Bewertungsfaktoren berücksichtigen. Dann kann das Finanzplanungs-Tool gleichzeitig unterstützen, die Asset-Klasse Immobilien operativ zu steuern.

Prognosewerte pro Dekade

Damit ist der Status quo im Wesentlichen abgebildet. Für den Blick in die Zukunft müssen dann noch einige Annahmen ge-

troffen werden. Damit kann ein Family Office natürlich – wie bei jeder Prognose – falsch liegen. Das wird wahrscheinlich sogar an vielen Stellen so sein. Je granularer ein Family Office die Vermögenswerte erfasst, desto einfacher werden jedoch die Prognosen fallen. Bei einem solchen Bottom-up-Vorgehen sind die Sachverhalte, die dem zugrunde liegen, deutlich weniger komplex, als sie es bei pauschalen Annahmen für ganze Asset-Klassen oder Ähnliches wären. Es kommt noch ein zweiter Aspekt hinzu, der die Gefahr von Prognosefehlern reduziert: Zwar wird sich ein Aktien-Crash oder der Ausfall eines wichtigen Mieters nicht genau voraussagen lassen. Der Blick auf eine ganze Dekade nivelliert solche punktuellen Überraschungen aber. Die durchschnittliche Aktienrendite oder eine Mietausfallquote über zehn Jahre lassen sich recht gut abschätzen. Immerhin gibt es für jeden Vermögenswert Erfahrungen aus der Vergangenheit, die der Family Officer anhand seiner individuellen Erwartungen für die Zukunft modifizieren kann.

Wo er sich dabei trotzdem schwertut, erlaubt ein gutes Finanzplanungs-Tool auch vorsichtiger und optimistischere Einschätzungen. Daraus ermittelt es dann eine Basis- und eine Potenzialberechnung. Zusätzlich sollten Szenarioanalysen ermitteln können, wie es sich auf die Höhe und die Rendite des Gesamtvermögens auswirkt, wenn sich grundsätzliche

Parameter wie Inflation und Zinsniveau schrittweise verändern. All dies wird nicht dazu führen, dass die Zukunft mit absoluter Richtigkeitsgewähr transparent wird. Aber sie wird in ihrer ganzen Komplexität ziemlich genau erfassbar, obwohl die zu treffenden Annahmen jeweils nur wenig komplex sind.

Um welche Annahmen geht es hierbei? Jede als Ist-Wert eingegebene Aufwandsposition wird über den Prognosezeitraum inflationiert. Und zwar so, wie es am sinnvollsten ist: linear, prozentual, gemäß Inflationsrate, mit einem Prozentsatz von der Inflationsrate oder jahresweise individuell. Bei den Personalkosten gilt das für die Gehälter ebenso. Wie sich die Mitarbeiterzahl des Family Office verändert, hängt meist von der Höhe des zu betreuenden Vermögens und der Intensität der Betreuung ab. Auch für solche Kosten lassen sich Parameter definieren. Auf der Ertragsseite sollten Family Officer die individuellen Erwartungen für die Entwicklung von Aktien, Anleihen, Rohstoffen und weiteren Vermögenswerten, die sich im Portfolio befinden, heranziehen. Annahmen für die Veränderung der Bewertungsfaktoren von Direktimmobilien kann man in Abhängigkeit vom Zinsniveau definieren. Apropos: Für das Zinsniveau sollten Family Officer und Vermögensinhaber wie für die Inflationsrate und die Wechselkursverhältnisse gleichfalls Annahmen

Worin die Finanzplanung Family Offices unterstützt

Der Family Officer kann mit Hilfe der Finanzplanung das Vermögen und das Risiko entsprechend der inhaberstrategischen Vorgaben der Familie steuern. Sie liefert außerdem die nötigen Informationen, um Investitionen und Steuerbelastung zu planen

<p>Vermögen</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ Rendite und Zielvermögen ■ zweckgebundenes Vermögen ■ Liquidität ■ Entnahmen 	<p>Risiko</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ Risikoklassen ■ Fremdkapitalquote ■ Fremdwährungsquote ■ Resilienz
<p>Investitionen</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ Investitionsplan ■ Verlustbringer ■ Personal 	<p>Steuern</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ Ertragsteuern ■ Erbschaftsteuer ■ Substanzsteuern

treffen. Bei Direktimmobilien kommen Instandhaltungsmaßnahmen dazu, die sich pauschal und anlassbezogen kalkulieren lassen. Mieterhöhungen und erwartete Leerstandsquoten sollten Family Officer ebenfalls festlegen. Und natürlich zählen auch die Steuern. Dafür können Family Officer die rechtsform- und vermögenswertabhängigen Steuersätze berücksichtigen oder auch hiervon abweichende Annahmen treffen können. Insbesondere die Auswirkungen einer oft diskutierten Vermögensteuer oder Vermögensabgabe lassen sich so kalkulieren.

Zwischen Finanztheorie und Praxis

Die Vermögensteuer ist ein gutes Beispiel dafür, wie Finanzplanung spezifische Bedenken einzelner Familienmitglieder aufgreifen kann. Die Kalkulation eines Kapitalmarkt-Crashes ist ein weiteres. Für manche Familienmitglieder, besonders für in der Vermögensanlage unerfahrene, können solche Fragen das Interesse an der genauen Vermögensallokation überlagern. Die Finanzplanung kann hier die Brücke zwischen individuellen Bedenken und finanztheoretischer Vermögensallokation schlagen.

Oft können besorgte Familienmitglieder für die gemeinsame Vermögensanlage auch dadurch gewonnen werden, dass sie mit Family Officern individuelle Anlage-Leitplanken definieren, um das Risiko zu begrenzen. Ein Beispiel: Zwischen Renditeoptimierung durch Leverage und möglichst geringer Fremdkapitalaufnahme für mehr Unabhängigkeit besteht ein Zielkonflikt. Dem können Family Officer Rechnung tragen, indem sie für einzelne Asset-Klassen oder insgesamt maximale Fremdkapitalquoten definieren. Die Finanzplanung kann zeigen, dass das Family Office diese Quoten auch einhält, wenn es Vermögen plangemäß umschichtet. Das Gleiche gilt für Fremdwährungsquoten, die dem Familienfrieden dienen können. Außerdem können Family Officer Risiko-Scores definieren. Die sollten sich an Schadens Eintrittswahrscheinlichkeiten und Schadenspotenzialen orientieren und jedem Vermögenswert zugewiesen werden. Daraus entstehen sinnvolle Risikoparameter – die sich an einem einheitlichen Raster orientieren – auch für illiquide Vermögenswerte. Durch Zu- und Verkäufe sowie Wertveränderungen verändern sich die Risiko-Scores für das Gesamtvermögen oder einzelne Asset-Klassen über den Prognosezeitraum.

All das kann helfen, skeptischen Familienmitgliedern transparent zu machen, wie sich ihre Risikoposition entwickeln sollte. Aber auch anderen Familienmitgliedern sollte man nichts in Aussicht stellen, was schon nach den eigenen Einschätzungen der Verantwortlichen nicht erreichbar ist. Mit der Finanzplanung können Family Officer überprüfen, ob sie die Ziele realistischerweise erreichen können, die sie mit der strategische Asset Allocation anstreben. Darum heißt das von Fidubonum entwickelte Finanzplanungstool auch Fiducheck. Selbst wenn Family Officer das auf einer Basis vor Kosten und Steuern berechnen, erleben sie dabei nicht selten Überraschungen. Dann müssen sie die ursprünglich vorgesehene Asset Allocation nachschärfen. Wichtig ist aber auch das richtige Erwartungsmanagement gegenüber der Familie: Es sollte nicht der Eindruck entstehen, dass die Renditen vor Kosten und Steuern aus der SAA auch dem zu erwartenden Ergebnis für die Familie entsprechen. Aus der Finanzplanung werden sich realistischere Zahlen ergeben. Dies sowie der Umstand, dass die Finanzplanung die ganz individuellen Annahmen und Gegebenheiten im Vermögen der Familie berücksichtigen kann, führen in der Regel zu einem großen Vertrauen der Familie in die Ergebnisse des Prozesses.

Ohne eine quantitative Asset Allocation befindet sich das Family Office bei der Frage, ob die mit der SAA angestrebten Ziele realistischerweise erreichbar sind, im Blindflug. Gleichzeitig eignet sich die Finanzplanung als Instrument, um die Erwartungen der Familie zu steuern und etwaigen Vorbehalten gegenüber der Kapitalanlage entgegenzuwirken. Neben dieser wichtigen Aufgabe kann die Finanzplanung auch noch bei etlichen weiteren Fragestellungen in Unternehmerfamilien unterstützen – dazu mehr im kommenden Heft. ■



Der Gastautor **Henning Schröder** hat für die Familie Merz in Frankfurt ein Family Office aufgebaut und über zehn Jahre hinweg geleitet. Mit Fidubonum berät er vermögende Familien in Strategie- und Strukturfragen. Er berät dabei auch Familien, die ein Single Family Office aufbauen wollen.

Funktionsweise einer umfassenden Finanzplanung

Während Family Officern für die Dateneingabe Jahresabschluss und Vermögensübersicht genügen, können sie sich die vom Finanzplanungstool ermittelten Prognosewerte auf vielfältige Weise für den ganzen Prognosezeitraum oder jahresweise anzeigen lassen

Dateneingabe zu

- Vermögenswerten
- Gesellschaften
- Gesellschaftern

Datenverarbeitung

- Berechnung von Vermögenspositionen und Kapitalflüssen
- Dynamisierung der Daten
- Kostenzuweisung

Datenausgabe

- Ausgabebenen
- Einzelwerte ■ Gesellschaften
- Asset-Klassen ■ Gesellschafter
- Gesamtvermögen

Auswertungsformen

- Bilanz ■ Kapitalflussrechnung
- GuV ■ SAA-Übersicht

Auswertungs-Cluster

- Regionen/Währungen
- Investmentstile ■ Nutzungsarten
- Liquidierbarkeit ■ Risiko-Scores

Kennzahlen

- Bewertung, stille Reserven
- Finanzierungsparameter
- Ergebnisbestandteile
- Zielkontrolle ■ Kostenanalyse

Ergänzende Auswertungen

Echte Investoren blicken nach vorne. Nicht zurück.

Erfahren Sie mehr unter bailliegifford.com

Baillie GiffordTM
Actual Investors



Der Hauptsitz des Bankhauses Metzler in Frankfurt

FOTO: VERKA VERBUND

Die 11 größten Pensionsfonds Deutschlands

RANGLISTE: 34 Pensionsfonds werden von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) überwacht. In unserer Tabelle zeigen wir die elf größten und wie sie sich entwickelt haben – neuer Spitzenreiter inklusive. Die Zahlen beziehen sich dabei auf den 31.12.2023.

Platz	Pensionsfonds	Bilanzsumme in Euro	Veränderung zum Vorjahr in Euro	Anwärter	Rentner
1	Metzler Pensionsfonds	6,9 Milliarden	+ 1.617 Millionen	30.208	23.596
2	Bosch Pensionsfonds	6,7 Milliarden	+ 902 Millionen	167.349	47.417
3	Mercedes-Benz Pensionsfonds	6,2 Milliarden	- 97 Millionen	25	69.745
4	Willis Towers Pensionsfonds	4,1 Milliarden	+ 4 Millionen	11.610	29.644
5	IBM Deutschland Fonds	3,9 Milliarden	- 150 Millionen	5.712	23.814
6	Allianz Pensionsfonds	3,1 Milliarden	+ 78 Millionen	78.280	24.044
7	Siemens Pensionsfonds	3,1 Milliarden	- 130 Millionen	1	53.112
8	R&V Pensionsfonds	2,5 Milliarden	+ 233 Millionen	31.403	8.031
9	RWE Pensionsfonds	2,5 Milliarden	- 11 Millionen	8	16.061
10	DEVK Pensionsfonds	2,4 Milliarden	+ 386 Millionen	225.153	7.071
11	TK Pensionsfonds	2,0 Milliarden	+ 16 Millionen	9.611	3.332



FOTO: DEVK / JÜRGEN NABER

Annette Hetzenegger

Neue DEVK-Vorständin für die Kapitalanlage

AUFSTIEG: Mit dem Renteneintritt von Bernd Zens Ende März verantwortet Annette Hetzenegger die Kapitalanlage inklusive Immobilienanlagen. Sie ist seit 1998 bei der DEVK, baute unter anderem den Bereich alternative Kapitalanlagen auf. Im Mai 2021 wechselte sie in den Vorstand der Rechtsschutz-Versicherung der DEVK und verantwortete bei dieser ebenfalls die Kapitalanlage.



FOTO: PUBLICA

Sandro Doudin

VBL verliert leitenden Anlagestrategen

ABSCHIED: Die Versorgungsanstalt des Bundes und der Länder (VBL) verliert ihren Verantwortlichen für die Anlagestrategie-Entwicklung (Head of Investment Strategy Development). Sandro Doudin wird zum Juli 2025 Leiter des Geschäftsbereichs Asset Management und Mitglied der Geschäftsleitung von Publica, der Schweizer Pensionskasse des Bundes. Seine Nachfolge ist noch ungeklärt.



FOTO: LBBW

Jan Henrik Sandvik

LBBW baut Geschäft mit Kapitalanlagen um

INTERNER WECHSEL: Strukturelle und personelle Änderungen im Kapitalmarktgeschäft der LBBW: Jan Henrik Sandvik übernimmt die Leitung im Geschäft mit institutionellen Kunden. Bislang verantwortete er die Abteilung Produktverkauf. Die Personalie ist Teil einer Neuausrichtung der LBBW, welche der wachsenden Bedeutung des Kapitalmarktgeschäfts zugutekommen soll.



FOTO: HDI LEBENSVERSICHERUNG

Sven Lixenfeld

Vorstand verlässt HDI Versicherung

AUSSTIEG: Sven Lixenfeld verlässt zum Ende des Jahres die HDI Versicherung. Er scheidet auf eigenen Wunsch und laut Pressemitteilung im besten Einvernehmen aus dem Vorstand aus. Seit Januar 2025 ist er im Stillhaltergeschäft selbstständig tätig. Stillhalter stellen dem Kapitalmarkt Risikoabsicherungen zur Verfügung und erhalten dafür entsprechende Prämien.



FOTO: VANR

Beate Sicking

Versorgungswerk benennt Geschäftsführerin

DOPPELSPITZE: Beate Sicking, bisherige Generalbevollmächtigte sowie Abteilungsleiterin Finanz- und Rechnungswesen, wird künftig zusammen mit Hauptgeschäftsführer Jens Hennes das Versorgungswerk der Apothekerkammer Nordrhein (VANR) und das Versorgungswerk der Tierärztekammer Nordrhein (VTNR) führen. Sicking ist seit gut 22 Jahren bei dem Versorgungswerk.



FOTO: LURSE

Norman Dreger

Lurse beruft Gesellschafter

Namhaft: Lurse baut sein Management in Bezug auf aktuarielle Dienstleistungen und Global Benefits aus. Ab Februar 2025 leitet Norman Dreger die Bereiche als geschäftsführender Gesellschafter. Dreger war zuvor fast 25 Jahre bei Mercer tätig. Er war bis 2023 Geschäftsführer (CEO) von Mercer Deutschland und Österreich sowie Aufsichtsratsvorsitzender der Mercer Pensionsfonds.



Charlotte Klinnert vom Verka Verbund

FOTO: VERKA VERBUND

Pensionskasse des DRK lagert Geschäft an Verka aus

RÜCKKEHR: Die Pensionskasse des Deutschen Roten Kreuzes gliedert das operative Geschäft an den Verka Verbund aus. Die dadurch realisierten Synergien sollen einen effizienten Geschäftsbetrieb der Pensionskasse in einem Umfeld steigender regulatorischer Anforderungen ermöglichen, heißt es dazu. Die derzeitige Vorständin Karin Germann, die diese Maßnahme initiierte und leitete, verlässt auf eigenen Wunsch mit Abschluss des Projekts den Vorstand der Pensionskasse. Zukünftig setzt sich dieser aus Vera Schopohl, Charlotte Klinnert und Eugen Scheinker zusammen. Für Klinnert ist es eine Rückkehr. Bis 2021 war sie mehrere Jahre bei der Pensionskasse in leitender Funktion beschäftigt.

Laut Geschäftsbericht für das Kalenderjahr 2023 hat die Pensionskasse eine Kapitalanlage in Höhe von 781,4 Millionen Euro. Der Verka Verbund entwickelt kapitalgedeckte und demografiesichere Lösungen für die betriebliche Altersvorsorge im kirchlichen und außerkirchlichen Umfeld. Die Verka verwaltet knapp 1,9 Milliarden Euro für gut 40.000 Berechtigte.

NOTWENDIGER WANDEL



Quantencomputer haben im Vergleich zu klassischen Computern eine deutlich geringere Berechnungszeit – dafür kann der Preis leicht in die Millionen gehen und auch die monatliche Miete übersteigt 10.000 Euro

Das Zinsumfeld und die Häufung von Naturkatastrophen erschweren die Liquiditätsplanung von Rückversicherern. Gleichzeitig wird die Kapitalanlage selbst komplexer. Folge: Das Asset Liability Management entwickelt sich vom Risiko- zum Steuerungstool

FOTO: ADOBE STOCK

Naturkatastrophen kosteten 2024 laut Munich-Re-Bilanz weltweit 320 Milliarden US-Dollar – davon trugen Versicherer 140 Milliarden US-Dollar. Die Herausforderungen für die Rückversicherer in Zeiten von Extremwetter sind gewaltig. „Zum einen gilt es, stets ausreichende Liquidität für Katastrophen, die nach Region, Zeitpunkt und Schadenhöhe zufallsbedingt sind, vorzuhalten“, erläutert Christoph Lamby, Vorstandsmitglied und zuständig für aktive Rückversicherung bei der R+V Versicherung, die Rolle des Asset Liability Managements (ALM) und ergänzt: „Zum anderen müssen in einem versicherungstechnisch weltweit diversifizierten Portfolio die Kapitalanlagen währungskongruent erfolgen.“

Kein leichtes Unterfangen vor dem Hintergrund, dass ein großer Teil der festverzinslichen Bestände durch die Zinswende stille Lasten aufweist und damit in seiner Handhabung beeinträchtigt ist. So der Standpunkt von Sebastian Schlütter, Professor für quantitative Methoden an der Hochschule Mainz. Der Experte für Risikomanagement beobachtet seit einigen Jahren einen Wandel: Bereiteten in der Niedrigzinsphase vor allem hohe Garantiezinsen in den Beständen Probleme, verschiebt sich der Schwerpunkt nun von der Solvabilität zum Liquiditätsmanagement.

Klimawende und Konjunktur

Neben den Zinsrisiken rückt der Klimawandel in den Fokus der Versicherer. Johannes Mertsching und Daniel Teetz von der Beratungsgesellschaft Mercer identi-

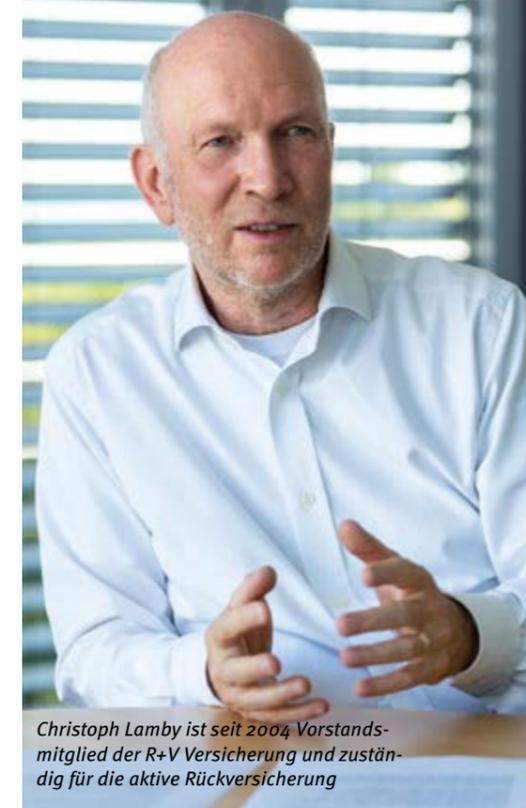
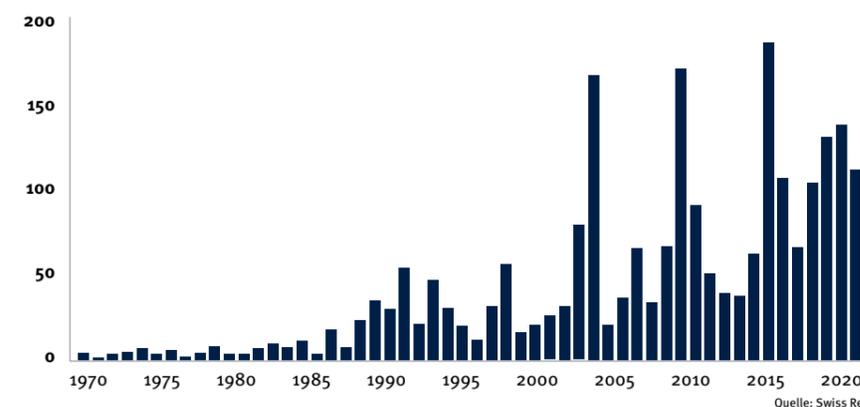
fizieren beides als „transversale Risiken, die über verschiedene Kanäle auf klassische Risiken wirken“. Die Berater unterscheiden zwischen physischen Risiken durch direkte Klimafolgen und transitorischen Risiken, die mit der Transformation zur klimaneutralen Wirtschaft verbunden sind. Ihre Modellrechnungen zeigen: Eine verzögerte Klimawende könnte das Wirtschaftswachstum deutlich belasten. Dass der Klimawandel aus mehreren Perspektiven relevant für Versicherer ist, unterstreicht auch Schlütter. „Zum einen übernehmen sie eine zentrale Rolle bei der Absicherung gestiegener Elementarschadenrisiken. Zum anderen spielen Versicherer als Investoren eine bedeutende Rolle bei der Eindämmung des Klimawandels, indem sie auf nachhaltige Kapitalanlagen setzen.“

Lamby von der R+V bestätigt: „Versicherer müssen heute beide Aspekte berücksichtigen. Einerseits sind wir Risikoträger für Elementarschäden, andererseits wollen wir mit unserer Anlagestrategie zur Klimawende beitragen.“ Ein zentraler Aspekt sei dabei, sowohl bei den versicherten Risiken als auch im Portfolio regional zu diversifizieren.

Regional ausgerichtete Versicherer kämpfen vor allem mit den gestiegenen Elementarschadenrisiken. Ihre begrenzte geografische Diversifikation erschwert eine effektive Risikostreuung. Die Branche reagiert darauf nicht nur mit einem angepassten Risikomanagement, sondern auch mit ihrer Anlagestrategie, beobachtet Schlütter.

Katastrophale Entwicklung

Die versicherten Schäden steigen seit 1970 deutlich an. Besonders seit 2005 häufen sich die Extremereignisse mit hohen Schadenssummen (in Milliarden US-Dollar)



Christoph Lamby ist seit 2004 Vorstandsmitglied der R+V Versicherung und zuständig für die aktive Rückversicherung

Langfristige Perspektive

Die komplexen Anforderungen setzen Versicherer unterschiedlich um. „Die Kapitalanlage erfolgt bei uns zentral für alle Gesellschaften“, erläutert R+V-Vorstand Lamby. Bei allen Investitionen werde darauf geachtet, dass sie kosteneffizient umgesetzt werden können.

Die R+V verzichtet dabei bewusst auf ein zertifiziertes internes Modell und entschied sich für die Standardformel nach Solvency II. Diese misst die Solvenzkapitalanforderung anhand vorgegebener Risikomodulare wie Markt-, Kredit- und operationelle Risiken. Die Berater von Mercer hingegen sehen in den integrierten ALM-Unternehmensmodellen den Vorteil, „dass Wechselwirkungen zwischen Aktiv- und Passivseite sichtbar werden“, wie Mertsching erläutert. Allerdings sind die Installation und Pflege eines internen Modells deutlich aufwendiger und risikoreicher, als die Standardformel zu verwenden. Teetz von Mercer berichtet zudem, dass im Bereich der Private Markets eine erhebliche Streuung in Bezug auf die Performance zu beobachten sei: „Dies wiegt bei den typischerweise langfristigen Investments der Versicherer besonders schwer.“ Die Manager-Selektion werde damit zum kritischen Erfolgsfaktor.

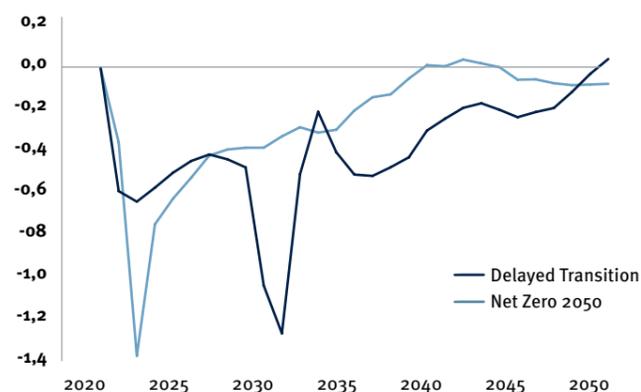
„Versicherer sollten bei den ausgewählten Asset-Kategorien im Auge behalten, wo sie über kompetitive Vorteile verfügen“, rät Schlütter. Diese lägen – trotz der zunehmenden Bedeutung des Li- ➤

Zwei Klimaszenarien und ihre Auswirkungen

Eine verzögerte Klimawende (Delayed Transition) könnte das BIP-Wachstum bis 2035 deutlich belasten. Die Inflation entwickelt sich je nach Szenario unterschiedlich

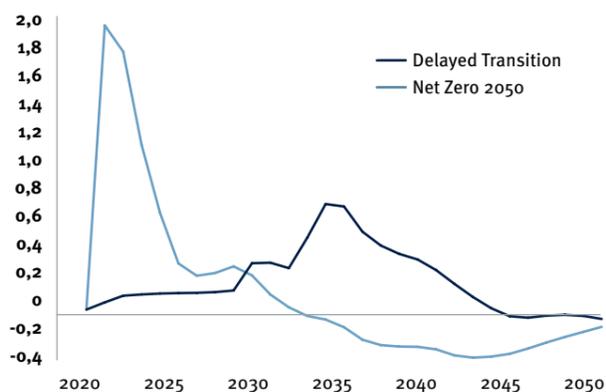
Reales BIP-Wachstum (GDP)

Ein Umbau der Wirtschaft verringert kurzfristig das Wachstum, kehrt jedoch langfristig zum Trendwachstum zurück



Inflation (Deflator)

Der Preisdruck und immer weniger Nachfragen treiben die Inflation in unterschiedliche Richtungen



Quelle: Mercer Deutschland

quiditätsmanagements – nach wie vor in der langfristigen Perspektive der Kapitalanlage. Doch das entsprechende Know-how muss das Unternehmen entweder selbst aufbauen oder extern einkaufen.

ALM 2.0

Hoffnung macht angesichts dessen der technologische Fortschritt: „Quantencomputing könnte ein wichtiges Tool im ALM werden“, sagt Schlütter. Die Portfoliooptimierungsprobleme von Versicherungsunternehmen sind für klassische Computer sehr rechenintensiv. Hybride Verfahren, die Teilprobleme auf Quantencomputern lösen, könnten geeignete Lösungsansätze deutlich schneller berechnen. „Einige Unternehmen nutzen es bereits erfolgreich, um Wettbewerbsvorteile etwa im Bereich der Kapitalanlage zu erzielen und die langfristige Stabilität zu sichern“, resümiert Risikoexperte Schlütter.

Zudem gibt es auch neue Anforderungen an die Organisation. Das Asset Liability Committee (ALC) etwa behandle Themen, die für Versicherungsunternehmen existenziell sein können. Dementsprechend sollte es hochkarätig besetzt sein, betont Schlütter. Die Themen seien häufig vielschichtig und erforderten Expertise in vielen Bereichen – von Risikobewertung über Bilanzierung und Regulierung bis zur Lage an den Finanzmärkten.

Mertsching betont, dass das ALC ein wertvolles Instrument sein kann, um die Risiken und Chancen der Vermögens- und Verbindlichkeitsstruktur ganzheitlich zu steuern. „Es braucht Expertise aus allen relevanten Bereichen – von der Kapitalanlage über das Risikomanagement bis zur Versicherungstechnik“, erläutert er.

Die R+V setzt auf klare Strukturen: „Entscheidend ist die enge Abstimmung zwischen Kapitalanlage und Versicherungstechnik. Nur so können wir Risiken und Chancen rechtzeitig erkennen und entsprechend handeln“, sagt Lamby. Ein Reporting-System, das schnelle Entscheidungen ermöglicht, ist für ihn besonders wichtig.

Indem es die interdisziplinäre Zusammenarbeit und strategische Entscheidungsprozesse fördert, könne das ALC laut Schlütter die Stabilität des Unternehmens unterstützen. Gleichzeitig seien die Situationen oft so neuartig, dass Investoren „Out-of-the-box“-Lösungen finden müssen. Daher sei es wichtig, dass das ALC über die notwendigen Ressourcen verfüge. Seine Empfehlung: Informationssysteme so gestalten, dass sich mit ihrer Hilfe bei Bedarf schnell Dashboards erstellen lassen. In unvorhersehbaren Situationen erleichterten diese es, Entscheidungen zu treffen.

Unterm Strich muss das ALM sich weiter wandeln. Mercer sieht dabei drei Trends: Dazu gehört neben neuen Technologien auch, ESG-Kriterien zu integrieren sowie sich strategisch stärker auszurichten. Lamby von der R+V fasst zusammen: „Entscheidend wird sein, wie effizient wir diese Entwicklungen in unsere bestehenden Prozesse integrieren können.“ ■

Benita Rathjen

Sebastian Schlütter ist Professor für quantitative Methoden an der Hochschule Mainz



ZURÜCK ZUM INHALT

Für Ihre Zukunft sehen wir schwarz!

jobbörse pbm

private-banking-magazin.de/jobboerse

Top-Positionen aus den Bereichen
Private Banking & Wealth Management,
Family Office und Vermögensverwaltung.



Schauen Sie mal rein!



Entzweite Drei: Die Ampel-Koalition von Christian Lindner, Robert Habeck und Olaf Scholz (von links) überlebte keine Legislaturperiode

BRSKG 2.0 AUF EIS

Das vorzeitige Aus der Ampel-Koalition stoppt das zweite Betriebsrentenstärkungsgesetz, kurz BRSKG 2, knapp vor der Ziellinie. Klaus Friedrich, Lars Hinrichs und Claudia Veh von Deloitte ordnen Hintergründe und Aussichten ein

Die Bundesregierung beschloss am 18. September 2024 den Regierungsentwurf zum Zweiten Gesetz zur Stärkung der betrieblichen Altersversorgung (BRSKG 2.0). Dieser greift einzelne Anmerkungen aus der Praxis zum am 24. Juni 2024 veröffentlichten Referentenentwurf auf. Der Bundesrat schloss sich dem Regierungsentwurf am 22. November 2024 nicht in allen Punkten an und brachte wiederum neue Aspekte hervor. Dieser Beitrag fasst die wesentlichen Erkenntnisse aus dem Regierungsentwurf zusammen – und gibt

angesichts des zu erwartenden Neuanlaufs für das BRSKG 2.0 nach der Neuwahl des Bundestags am 23. Februar 2025 einen Ausblick auf die zukünftige Entwicklung.

1. Entgeltumwandlung durch Opting-Out

Der Regierungsentwurf sieht ein Optionssystem für die Entgeltumwandlung vor, das auf einer kollektivrechtlichen Vereinbarung zwischen der betrieblichen Arbeitnehmervertretung (Betriebsrat/Personalrat) und dem Arbeitgeber basiert. Dieses

System soll ohne erforderliche tarifvertragliche Grundlage nur in solchen Branchen möglich sein, in denen Entgeltansprüche nicht – und auch nicht üblicherweise – durch einen einschlägigen Tarifvertrag geregelt sind.

Im Referentenentwurf hingegen stand, dass ein Opting-Out per Betriebs- oder Dienstvereinbarung generell und daher auch in tarifgebundenen Branchen oder bei tarifgebundenen Arbeitgebern ohne tarifvertragliche Grundlage möglich sein soll. Dieser praxisgerechte weitere Anwendungsbereich des Opting-Out-Mo-

dells basierte auf der Erkenntnis des Gesetzgebers, dass die Entgeltumwandlung auch in Betrieben schneller auf- und ausgebaut werden sollte, die die Tarifverträge nicht erreichen.

Voraussetzung im Regierungsentwurf ist, dass tarifübliche Regelungen für die relevanten Entgeltbestandteile fehlen. Damit geht die Regierung auf die Bedenken einiger Arbeitgeberverbände und Gewerkschaften ein.

Der neue Absatz 3 des Paragraphen 20 Betriebsrentengesetz würde kaum praktische Bedeutung haben. Denn der im Ent- ➤

wurf vorgesehen Arbeitgeberzuschuss von 20 Prozent liegt um ein Drittel höher als derjenige nach Paragraph 1a Absatz 1a BetrAVG, der lediglich 15 Prozent beträgt.

Zudem sind nach dem Regierungsentwurf Arbeitgeber ausnahmslos von einem Opting-Out-Modell ausgeschlossen, die keinen gewählten Betriebs- oder Personalrat haben.

2. Einwirkung der Tarifvertragsparteien

An manchen Stellen hat die Regierung den Entwurf im Vergleich zum Referentenentwurf nicht verändert. So können Arbeitgeber an einem Sozialpartnermodell (SPM) teilnehmen, die nicht Mitglied des Arbeitgeberverbands sind, der das maßgebliche SPM abschließt. Nach Paragraph 24 Absatz 1 des Betriebsrentengesetzes können auch nichttarifgebundene Arbeitgeber und Arbeitnehmer das Sozialpartnermodell nutzen – allerdings nur, wenn die zuständigen Tarifparteien zustimmen. Paragraph 24 Absatz 2 erlaubt es in zwei Fällen, ein nicht direkt zuständiges Sozialpartnermodell zu nutzen:

1. Wenn der zuständige Tarifvertrag dies durch eine Öffnungsklausel erlaubt
2. Wenn die Gewerkschaft die das gewünschte Sozialpartnermodell trägt, laut ihrer Satzung auch für das Arbeitsverhältnis zuständig ist

Im ersten Fall kann man dabei die organisatorische Struktur des SPM nutzen und sie grundsätzlich anpassen. Das Sozialpartnermodell kann also auch nach den beabsichtigten Zugangserleichterungen nicht genutzt werden, wenn es weder einen Tarifvertrag mit Öffnungsklausel gibt, noch eine Gewerkschaft mit SPM-Tarifvertrag zuständig ist – zum Beispiel in der Software-Entwicklung, bei Maklern und Werbeagenturen. Das SPM durchzuführen und zu steuern, kostet auch etwas. Paragraph 24 Absatz 4 des Regierungsentwurfs ermöglicht den Sozialpartnern, am SPM teilnehmende Dritte an den Kosten angemessen zu beteiligen. Nicht klar definiert ist allerdings, was „angemessen“ in dem Zusammenhang bedeutet. Hierzu müsste die Praxis bedarfsgerechte Lösungen entwickeln. Dabei muss die Praxis versicherungsaufsichtsrechtliche Rahmenvorgaben beachten.

Der neue Regierungsentwurf erleichtert die Abfindungsregelungen im Sozialpartnermodell (SPM): Die Versorgungseinrichtung kann nun selbstständig über Abfindungen entscheiden – solange sie unter einer von den Tarifparteien festgelegten Grenze bleiben. Dies gilt sowohl für Anwartschaften als auch für laufende Leistungen.

3. Übernommene Neuregelungen

Der Regierungsentwurf übernahm folgende Neuregelungen aus dem Referentenentwurf

- Änderungen für die Kapitalanlage von

Pensionskassen mit der neuen gesonderten Infrastrukturquote in Höhe von 5 Prozent des Sicherungsvermögens (Paragraph 3 Absatz 7 Anlageverordnung), die Risikokapitalanlagenquote (Paragraph 3 Absatz 3 Satz 1 der Anlageverordnung) erhöht sich von 35 auf 40 Prozent des Sicherungsvermögens.

- die Möglichkeit den Sicherheitsbeitragspuffer nach Paragraph 35 Absatz 3 PFAV unter gewissen Voraussetzungen auch durch Ertragsspitzen zusätzlich zu stärken
- Bei bAV-Zusagen über Pensionskassen können sie die Versorgungsleistungen bereits gewähren, wenn Erwerbseinkommen teilweise wegfällt (Paragraph 232 Versicherungsaufsichtsgesetz VAG). Das können die Pensionskassen in ihren allgemeinen Versicherungsbedingungen regeln.
- Bei bAV-Zusagen über Pensionskassen ist es gemäß den Vorgaben in Paragraph 234j Absatz 4 bis 8 VAG zulässig, dass das Sicherungsvermögen vorübergehend unterdeckt ist.
- Pensionsfonds können neben lebenslangen Zahlungen und Einmalkapitalzahlungen auch Kapitalratenzahlungen erbringen (Paragraph 236 Absatz 1 Satz 4 VAG). Diese Klarstellung ist für die Praxis im Zusammenhang mit der Auslagerung von Direktzusagen nach Paragraph 3 Nummer 66 EStG in Verbindung mit Paragraph 4e Absatz 3 EStG relevant.
- die Möglichkeit, die Betriebsrente bei gesetzlicher Teilrente vorzeitig in Anspruch zu nehmen
- verdoppelte Grenzen, bis zu denen Abfindungen zulässig sind.



Der Autor **Lars Hinrichs** ist seit 2019 Partner bei Deloitte Legal. Beratungsschwerpunkte sind unter anderem betriebliche Altersversorgung, Vergütungssysteme und Umstrukturierungen. Weitere Karrierestationen waren bei KPMG Law, White & Case und Clifford Chance.



Die Autorin **Claudia Veh** ist seit 2024 Partnerin bei Deloitte. Beratungsschwerpunkte sind aktuarielle Dienstleistungen und der Umgang mit betrieblichen Versorgungsverpflichtungen unter anderem bei Unternehmenstransaktionen. Zuvor war sie bei KPMG und SLPM.



Der Autor **Klaus Friedrich** arbeitet seit 2013 als Direktor bei Deloitte. Zuvor war er gut sieben Jahre bei der Skandia Gruppe in Berlin verantwortlich für die betriebliche Altersversorgung. Er begann seine berufliche Tätigkeit bei einem Berater für betriebliche Altersversorgung (Höfer Vorsorge-Management) und leitete für diesen die Gründung des Pensionsfonds Pensor, dessen Gründungsvorstand er war.

Dies gilt unter der Bedingungen dass der Abfindungsbetrag unmittelbar in die gesetzliche Rentenversicherung einbezahlt wird. Die bisherigen Grenzen stehen in Paragraph 3 des Betriebsrentengesetzes.

- zwei Verbesserungen für Arbeitnehmer mit niedrigem Einkommen: Zum einen steigen die entsprechenden Einkommensgrenzen im Rahmen der Förderung nach Paragraph 100 EStG, gemäß der Beitragsbemessungsgrenze der gesetzlichen Rentenversicherung an. Zum anderen erhöht sich der staatliche Förderbetrag von derzeit 288 auf künftig 360 Euro.
- die Möglichkeit für Arbeitnehmer, Wertguthaben aus ihren Langzeitkonten auch dann zu nutzen, wenn sie bereits früher in Rente gehen. Sie können das angesparte Guthaben bis zu dem Zeitpunkt aufbrauchen, an dem sie das reguläre Rentenalter erreichen. Die rechtliche Grundlage dafür steht in Paragraph 7c des Sozialgesetzbuchs IV.

Ausblick

Der Regierungsentwurf enthält Änderungen gegenüber dem Referentenentwurf. Dennoch hätte er weitere Regelungen zur Förderung der betrieblichen Altersversorgung aufnehmen können. Beispielsweise hätten Klarstellungen zur adäquaten Berechnung der Wertgleichheit bei Entgeldumwandlung in der beitragsorientierten Leistungszusage und eine Neugestaltung einer angemessenen Mindestleistung in der Beitragszusage mit Mindestleistung aufgenommen werden können. Die Bundesregierung plante, das Betriebsrentenstärkungsgesetz 2.0 im April 2025 in Kraft treten zu lassen. Da am 23. Februar 2025 Neuwahlen stattfinden, wird dieses Ziel nicht erreicht. Nach der Wahl verfallen automatisch alle nicht abgeschlossenen Gesetzesvorhaben der vorherigen Legislaturperiode. Es wäre wünschenswert, dass die neue Bundesregierung das Gesetz schnell wieder aufgreift. Das neue Gesetzgebungsverfahren sollte dabei praxistaugliche Regelungen enthalten – sowohl für das Sozialpartnermodell als auch für die anderen im Regierungsentwurf enthaltenen Themen. Wichtig wären dabei gesetzliche Klarstellungen, die im bisherigen Entwurf fehlen.

Wahlprogramme

Ob der Regierungsentwurf unverändert übernommen wird oder ob sich das BRSg 2.0 im neuen Anlauf stark von diesem unterscheidet, ist offen. Die derzeit bekannten Wahlprogramme der Parteien reichen von

- einem klaren Bekenntnis zu den drei Säulen der Altersversorgung und einem Fokus auf die Unterstützung von KMU beim Abschluss von bAV (CDU/CSU)
 - einer Stabilisierung der gesetzlichen Rente bei stärkerer Förderung der zweiten und dritten Säule (SPD)
 - einem Bürgerfonds, der die Vorteile des Kapitalmarkts nutzt und für die private und die betriebliche Altersversorgung offen sein soll (die Grünen)
 - einer generellen Einführung einer reinen Beitragszusage (FDP)
 - einer Erwerbstätigenversicherung, in die auch Selbständige, Beamte und Abgeordnete einzahlen (Die Linke). Ergänzende bAV soll möglich sein, wenn sich Arbeitgeber zu mindestens 50 Prozent an der Finanzierung beteiligen.
 - einer generellen Stärkung des Altersvorsorge-Niveaus (BSW).
- Wie eine Neuauflage eines BRSg 2.0 im Jahr 2025 aussehen wird, wird wesentlich von der parteipolitischen Zusammensetzung der neuen Bundesregierung abhängen. ■

WUNDERSCHÖN KOMPONIERTER GLOBALER DIVIDENDENFONDS

Guinness Global Equity Income



Der Fonds investiert in Unternehmen, die in verschiedenen wirtschaftlichen Umfeldern gut geführt wurden.

Wir achten auf einen anhaltend hohen Cashflow, der nachhaltige, wachsende Dividenden und langfristiges Kapitalwachstum ermöglicht.

Mit Überzeugung in jedes Unternehmen, das wir halten, verfolgen wir bei der Portfoliokonstruktion einen gleichgewichtigen Ansatz.

Um mehr zu erfahren, scannen Sie den QR-Code.



Risiko: Die frühere Wertentwicklung lässt nicht auf zukünftige Renditen schließen. Kapitalverlustrisiko.

GUINNESS
GLOBAL INVESTORS

POSITIV ANDERS

Dies ist eine Marketing-Anzeige. Bitte lesen Sie den Prospekt und das KID des Fonds, welche weitere Informationen über die Risikofaktoren beinhalten, bevor Sie eine endgültige Anlageentscheidung treffen. Der Fonds wird aktiv gemanagt und der MSCI World Index dient nur als Vergleichsbenchmark. Der Fonds investiert hauptsächlich in globale Aktien welche eine Dividendenrendite ueber die der Benchmark bieten.

Herausgegeben von Guinness Global Investors. Guinness Global Investors ist ein Handelsname von Guinness Asset Management Limited, die von der Financial Conduct Authority in Großbritannien zugelassen wurde und deren Aufsicht untersteht.

„Mein Job ist es, frühzeitig Probleme auszumachen“

Seit 25 Jahren verantwortet Dieter Lehmann die Kapitalanlage der Volkswagen Stiftung. Warum er auf Alternatives verzichtet, seine Meinung zum OCIO-Modell und in welchem Punkt die Stiftungsrechtsreform für ihn revolutionär ist

Dieter Lehmann ist seit 1999 bei der Volkswagen Stiftung, einer der größten Stiftungen Deutschlands



ALLE FOTOS: DANIEL MÖLLER

private banking magazin: Herr Lehmann, Sie verwalten gut 4,1 Milliarden Euro. Welche Ziele verfolgen Sie?

Dieter Lehmann: Der Stiftungszweck besteht in der Förderung von Wissenschaft und Technik in Forschung und Lehre.

Wie kann man sich Ihre Stiftungsarbeit vorstellen?

Lehmann: Wir wollen Impulse setzen, versuchen über Förderinitiativen Schwerpunkte zu setzen, die nach unserem Verständnis zu wenig Aufmerksamkeit bekommen. Ge-

lingt das, schaffen wir es unter Umständen, andere Geldgeber zu aktivieren. Dann ziehen wir uns heraus und gehen andere Schwerpunkte an.

Sie konnten in den vergangenen Jahren mehr Fördermittel bewilligen als geplant. Wie ist das vor dem Hintergrund diverser geopolitischer Spannungen, Zinswende und Inflation möglich?

Lehmann: Dafür muss man zurückschauen auf die Zeit rund um die Jahrtausendwende und auf das Jahr 2005, in dem wir unsere

Förderziele definiert haben. Unser zweites großes Ziel ist, das Kapital real zu erhalten.

Das Zinsniveau war bis vor wenigen Jahren niedrig bis negativ ...

Lehmann: Und die Rücklage, die wir bis dahin immer komplett ausgeschöpft haben, band viele ordentliche Erträge. Wir mussten feststellen, dass die Rücklage hoch war, aber auch in Zeiten einer niedrigen Inflation nicht ausreichend ist, um das Kapital real zu erhalten. Dafür müssen wir auf Sachwerte setzen.

Wie schlägt sich das im Portfolio nieder?

Lehmann: 1998 hatten wir eine Aktienquote von 26 Prozent, während unsere Immobilienquote seit jeher zwischen 10 und 15 Prozent liegt. Der Rest, also etwa 63 Prozent, war in verzinsten Wertpapieren angelegt. Aktuell liegen wir bei 49,5 Prozent Aktien, 10 Prozent Immobilien und rund 37 Prozent Rentenpapiere plus circa 3 Prozent Liquidität und 0,5 Prozent in Alternative Investments. Vor der Zinswende lagen wir deutlich über 50 Prozent Aktien.

In Ihrer Aufzählung vermisste ich Private Equity und Private Debt ...

Lehmann: Das stimmt. Und wir haben ab 2005 durchaus nennenswerte Beträge in Private Equity und Hedgefonds investiert. Das hat aber alles nicht funktioniert.

Was heißt das konkret?

Lehmann: Unsere beiden Private-Equity-Mandate, eines US-Buy-outs, eines European Secondaries, erzielten über die Jahre eine Performance von 2 Prozent pro Jahr – viel weniger, als uns in Aussicht gestellt wurde. Das lag vielleicht auch daran, dass wir eine hundertprozentige Ergebnistransparenz hatten. Wir legten über die Commitment-Summen Zertifikate auf. Das stimmten wir zuvor mittels verbindlicher Auskunft mit dem Finanzamt ab.

Wie viel Geld haben Sie investiert?

Lehmann: 60 Millionen Euro pro Fonds. Den Betrag haben wir genutzt, um das Zertifikat zu kaufen. So gelangte das Geld, wenn Sie so wollen, hinter die Zertifikatskulisse. Ab dann oblag es den Managern, das Geld je nach Abruf in die ausgewählten Fonds zu investieren und die Mittel, die nicht abgerufen waren, anderweitig anzulegen. Die Wertentwicklung unserer Anlagen ließ sich transparent in der Wertentwicklung der Zertifikate ablesen. Unter dem Strich stand aber ein ernüchterndes Ergebnis. Wir sind ausgestiegen.

Was haben Sie dann gemacht?

Lehmann: Während der Corona-Zeit beschäftigten wir uns erneut mit Venture Capital und Private Equity. Wir spielten andere Wege durch, beispielsweise über Direktbeteiligungen. Wir haben alles verworfen.

„Was Alternatives angeht, glaube ich vieles von dem nicht mehr, was mir erklärt und gezeigt wurde“

Aus welchen Gründen?

Lehmann: Wir dürfen maximal 10 Prozent unseres Vermögens in Alternatives investieren. Entwickelt sich die Beteiligung positiv und überschreitet diese Obergrenze, müssten wir verkaufen, was schwierig und kostspielig ist. Zudem ist der interne Personalaufwand hoch. Entgegen den Versprechungen der externen Manager war es sehr aufwändig, unsere Anlagen zu begleiten. Wir wollen nicht den gleichen Fehler zweimal machen, hätten also Personal einstellen müssen.

0,5 Prozent Ihres Portfolios sind aber noch in Alternatives angelegt ...

Lehmann: Vor gut zehn Jahren bauten wir ein Portfolio von Listed, Private Equity auf. Zudem hängten wir an ein bestehendes Aktienmandat ein Sub-Portfolio mit Micro Caps an. Diese tragen viele Ideen der Startup-Branche in sich, sind dabei aber einen Schritt weiter, nämlich börsennotiert. Das erhöht die Transparenz und mindert damit die Arbeit für unseren Mitarbeitenden.

Böse Zungen könnten jetzt behaupten, Sie steigen ein, wenn die größte Gewinnphase bereits vorbei ist ...

Lehmann: Das wird gerne behauptet. Über das richtige Timing lässt sich bei allen Anlageentscheidungen trefflich streiten. Was Alternatives angeht, glaube ich vieles von dem nicht mehr, was mir in den vergangenen zwei Jahrzehnten erklärt und gezeigt wurde – ich bin ein Stück weit auf dem Boden der Realität angekommen, und das ist ein sehr wertvoller Erfahrungsschatz.

2020 sagten Sie im private banking magazin, Diversifikation und Disziplin seien der Schlüssel zum Erfolg. Kann Diversifikation ohne Alternatives ausreichend gelingen?

Lehmann: Wir wissen, dass wir mit unserer Haltung, was Alternatives betrifft, ein gutes Stück weit gegen den Strom schwimmen.

Und ja, ich bin nach wie vor ein großer Fürsprecher von Diversifikation. Wir brauchen dazu aber keine alternativen Anlagen. Wir sind weltweit investiert, und überall, wo wir außerhalb der Euro-Zone investiert sind, haben wir auch die jeweiligen Lokalwährungen und die machen einen wichtigen Anteil unserer Diversifikation aus.

Können Sie das erklären?

Lehmann: Fremdwährungen sind in meinen Augen aktiv nicht erfolgreich zu managen. Es gibt dafür einfach zu viele Irrationalitäten. Allein bei der Entwicklung vom Euro zum US-Dollar gibt es für jede auch noch so kleine Bewegung gute Argumente dafür und dagegen. Das findet sich bei allen Währungen, und genau das ist der Grund, warum sie als Diversifikator perfekt sind.

Als eine Art Overlay?

Lehmann: Genau. Währungen sind unser Overlay, um die Volatilität nach unten zu bringen. Das funktioniert, wenn man es durchhalten kann. In einer breiten Diversifikation müssen Investoren Ruhe bewahren, wenn ein Bereich schlecht läuft. Wird sofort abgesichert, verlässt man die Strategie. Es muss immer positive und negative Teilergebnisse geben, ohne haben Sie keine Diversifikation. Viele Marktteilnehmer halten das nicht aus.

Welches Renditeziel müssen Sie erreichen, um alle Verpflichtungen zu erfüllen?

Lehmann: Seit 1990 errechnen wir im Haus unsere Wertentwicklung. Seitdem liegt unsere Wertentwicklung bei rund 6 Prozent pro Jahr. Derzeit bewilligen wir pro Jahr rund 100 Millionen Euro an Fördermitteln, das sind 2,5 Prozent. Die laufenden Geschäftskosten liegen dagegen bei weit >

Benita Rathjen und Lennard Klindworth besuchten Lehmann in Hannover, wo die Stiftung seit der Gründung 1961 ihren Sitz hat



unter einem Prozent. Für den realen Kapitalerhalt bleiben, vor dem Hintergrund der wechselhaften Inflationsrate, also gut 3 Prozent übrig. Das Land Niedersachsen hält ja Volkswagen-Aktien, seitdem es die Stiftung gegründet hat. Für die Aktien



Entspannte Atmosphäre: Lehmann und Klindworth am Tischkicker

gibt es Dividenden, die aber Grundlage für die Bewilligungen des zweiten Förderprogramms Zukunft Niedersachsen sind. Sie spielen für den realen Kapitalerhalt aber keine Rolle.

6 Prozent klingen komfortabel, aber nicht berauschend ...

Lehmann: Es kann immer mehr sein, man kann immer weiter optimieren. Eine höhere Rendite geht aber auch mit einem höheren Risiko einher. Wir können unsere Ziele erfüllen. Und solange wir das können, ist unser Risikoappetit gestillt. Vor 25 Jahren merkten wir, dass die Zinsen immer weiter sinken. Das brachte unsere Ziele in Gefahr, wir haben reagiert. Mein Job ist es, frühzeitig Probleme auszumachen, die langfristig wirken werden. Das schnelle Setzen auf kurzfristigen Erfolg überlasse ich anderen.

Wie teilen Sie insgesamt zwischen Spezialfonds und anderen Fonds auf? Was machen Sie selbst, und in welchen Bereichen nutzen Sie die Expertise externer Anbieter?

Lehmann: Alles, was sich im Euroraum abspielt, machen wir selber. Im Aktienbereich sind das rund eine Milliarde Euro Assets unter Management.

Und außerhalb des Euroraums?

Lehmann: In erster Linie sind wir ein passiver Investor. Im Aktienbereich noch stringenter, weil wir versuchen, eine

Benchmark abbilden zu lassen. Das aktive Management haben wir nur bei den besagten Small, Mid und Micro Caps, weil die Illiquidität in diesem Bereich in meinen Augen für eine aktive Herangehensweise spricht. Wobei mir bewusst ist, dass einige meinen, das auch passiv zu können. Passivität ist für uns kein Dogma, wir sind offen für gute Argumente.

Und im Rentenbereich?

Lehmann: Sind wir ebenfalls passiv aufgestellt. Wir bilden keine Indizes eins zu eins ab, wegen der Liquidität würde das nicht funktionieren. Wir suchen jedoch Indizes für die Diversifikation, die wir nach geografischen Gesichtspunkten auswählen. Diese müssen in der Lage sein, die Spezifik der geografischen Region abzubilden. Im Aktienbereich geschieht das über verschiedene Branchen, im Rentenbereich über Staats- oder Unternehmensanleihen, die diverse Länder abbilden.

Lassen Sie sich auch ETFs maßschneidern?

Lehmann: Das machen wir grundsätzlich nicht. Der erste Grund ist, dass ETFs im passiven Bereich einfach zu teuer sind. Da können wir über Spezialfondsmandate bessere Konditionen heraushandeln. Der zweite Grund ist, dass wir als steuerbefreite Einrichtung Quellensteuerrückerstattung im Ausland beantragen können. Über ETFs ist das nicht möglich.

Sie sprachen von 10 Prozent Immobilien im Portfolio. Diese stehen seit der Zinswende unter Druck. Wie haben Sie reagiert?

Lehmann: Minimal bis gar nicht und das hat uns auch nicht weh getan. Wir konzentrieren uns in erster Linie auf Deutschland. Ein Spezialfonds ist dazu auf Westeuropa fokussiert. Für uns sind nur Top-Standorte in Metropolen von Interesse. Wir investieren dabei ausschließlich in Büro- und Wohnimmobilien. Der Spezialfonds investiert nur in Büroobjekte.

Büroimmobilien stehen unter Druck, Stichwort Homeoffice.

Lehmann: Was Büros angeht, kaufen wir in den genannten Lagen Objekte zwischen 10 und 30 Millionen Euro. Wir beteiligen uns nicht an größeren Objekten, sondern wollen alleiniger Besitzer sein. Darüber hinaus müssen die Objekte mehrfach vermietbar sein. Wir wollen keinen großen Ankermieter. Die Probleme, die viele Immobilieninvestoren hatten, waren anderer Natur.

Welcher?

Lehmann: Wir kaufen unsere Immobilien ausschließlich mit Eigenkapital. Damit ist die Geschichte der steigenden Zinsen an dieser Stelle an uns vorbeigegangen. Und das Problem mit dem von Ihnen angesprochenen Homeoffice betrifft in erster Linie Großmieter. Für sie ist es ein wirtschaftlicher Faktor, wenn nicht mehr benötigte Flächen aufgegeben werden können.

Viele kleine Mieter bedeuten eine kleinteilige Arbeit, unter anderem durch einen häufigeren Mietwechsel. Wie fangen Sie das personell auf?

„Ich will mich nicht abschaffen, will selbst das Beste für die Stiftung erreichen“

Lehmann: Neben dem Immobilien-Spezialfonds haben wir drei Immobilienstöcker. Um die Immobilien zu verwalten, arbeiten wir seit Jahrzehnten mit einer externen Firma zusammen.

In den USA lagern fast alle Stiftungen, die bis zu 5 Milliarden US-Dollar verwalten, Teile oder ihre ganze Kapitalanlage in einem sogenannten OCIO-Modell aus. Das ist quasi ein externer Investmentchef.

Lehmann: Das erstaunt mich. Ich kenne das OCIO-Modell gut, da ich Mitglied der Foundation Financial Officers Group bin. Das ist die größte Stiftungsvereinigung in den USA. Dort erlebe ich exakt das, was Sie beschreiben. Mit mehreren US-Kollegen unterhielt ich mich darüber. Sie verwalten hohe Anlagesummen, sind dafür verantwortlich, haben selbst viel Erfahrung und geben das alles für hohe Kosten und Gebühren aus der Hand. Das erschließt sich mir ehrlich gesagt nicht.

Warum die immer schwierigere Kapitalanlage nicht einfach auslagern?

Lehmann: Wer auslagert, macht sich selbst überflüssig. Und es kostet Geld, diese Aufgaben auszulagern. Und zwar nicht wenig Geld. Die Kosten rechnen die Anbieter in Prozentsätzen auf das Gesamtvermögen

um. Da kommen sehr schnell horrend Summen zusammen. Der Prozentsatz, den die Anbieter als Verwaltungsgebühr aufrufen, mag zunächst gering erscheinen. Absolut gesehen ist es in der Regel aber viel Geld. Ich habe bisher nicht herausgefunden, wo genau der Mehrwert sein soll. Es sei denn, man lagert aus und entlässt den eigenen Investmentchef. Den braucht es ja dann eigentlich auch nicht mehr.

Warum machen dann trotzdem so viele Verantwortliche von Kapitalanlagen, nicht nur in den USA, sondern beispielsweise auch in den Niederlanden, Gebrauch davon?

Lehmann: Mein Eindruck ist, dass es eine Art Rückversicherung ist. Läuft etwas nicht optimal, kann auch die Schuld dafür ausgelagert werden. Zudem ist das OCIO-Modell in meinen Augen alter Wein in neuen Schläuchen. Investoren ziehen seit Langem Beratungsunternehmen hinzu, wenn Investments unbefriedigend laufen. Jetzt heißt das OCIO, und die Unternehmen dahinter sind dieselben geblieben.

Als Rückversicherung kann das OCIO-Modell doch nur begrenzt dienen, weil der Kunde die Reißleine festlegt ...

Lehmann: Das stimmt. Investoren müssen ja davon ausgehen, dass der ausgelagerte Investmentchef auch Anlagerichtlinien überwacht und einhält. Wenn die Aktienkurse in einer Krise vorübergehend um 40 Prozent oder mehr fallen, obwohl man die Grenzen für Aktien eingehalten hat, werden viele fragen, warum man nichts dagegen unternehmen konnte. Dann kann man einfacher auf den externen Investmentchef und darauf hinweisen, dass man ihn doch extra dafür und für viel Geld engagiert hat.

Besagte Unternehmen werben damit, effektiver zu investieren. Sie benötigen 6 Prozent Rendite pro Jahr, sparen sich Alternatives und damit Komplexität ...

Lehmann: Wenn ich in Private Equity investieren möchte, mandatiere ich dazu einen Fondsmanager, der sich auskennt. Das ist richtig. Aber deswegen muss ich doch nicht gleich meine Aufgabe, das gesamte Stiftungsvermögen strategisch zu managen, extern auslagern. Wenn ich einen externen Investmentchef engagiere, offenbare ich, dass jemand anderes es offenbar besser kann als ich. Das ist eine Bankrotterklärung. Interessant wäre auch die Antwort auf die Frage, was der Investmentchef eigentlich konkret machen möchte, wenn

seine bisherige Aufgabe der externe übernommen hat. Ich will mich nicht selbst abschaffen, will das Beste für die Stiftung erreichen und traue meinen Kollegen und mir das zu – bei sehr viel niedrigeren Kosten.

Ich höre heraus, dass für Sie auch kein externer Investmentchef in Private Markets investieren wird?

Lehmann: Wenn ich nicht gezwungen werde, dann mit Sicherheit nicht. Bei der Vermögensanlage geht es darum, Ziele, die ich mir gesetzt habe, zu erfüllen. Dafür benötige ich eine Anlagestrategie im Rahmen aufzustellender Anlagerichtlinien und ein gutes Team, das die Ziele mit mir dann gemeinsam professionell umsetzt.

Am 1. Juli 2023 trat die Stiftungsrechtsreform in Kraft. Sind Sie zufrieden?

Lehmann: Vor der Reform war Stiftungsrecht gleich Länderrecht. Das wurde vereinheitlicht. Die Kernregelungen sind in das Bundesgesetzbuch übergegangen. Die Stiftungsrechte auf Landesebene bestehen noch immer, verloren aber an Bedeutung. Das ist gut so. Die Reform führte nach meinem Verständnis aber nicht dazu, dass beispielsweise regionale Stiftungsaufsichten oder Finanzämter einheitlich agieren. Die regeln das meist individuell. Es wäre zu begrüßen, wenn sich das ändert. Mir ist aber noch etwas anderes sehr wichtig.

Was meinen Sie?

Lehmann: Realisierte Kursgewinne, die wie bisher automatisch in die Umschichtungsrücklage fließen und so Kapitalbestandteil werden, können Stiftungen – sofern die Satzung das nicht explizit ausschließt – nun als Fördermittel einsetzen. Das war vorher ein juristischer Graubereich.

Warum ist das so elementar?

Lehmann: Der Vorlauf, bis das Gesetz in Kraft trat, war recht lang. Ich vermute, dass die Gesetzgeber es schon während der Negativ-Zinsphase entworfen haben. Seinerzeit war es Stiftungen kaum möglich, über Zinserträge ihren Stiftungszweck zu verwirklichen. Das funktionierte in dieser Zeit oft ausschließlich über Spendengelder. Deshalb hat der Gesetzgeber aus meiner Sicht ermöglicht, dass Stiftungen ihren Zweck auch erfüllen können, indem sie die Umschichtungsrücklage verwenden. Sofern sie sich dadurch nicht gefährden. Dadurch wurde auch für einen höheren Anteil an Aktien in der Zukunft geworben.

Die in Deutschland ein Stück weit als riskantes Investment verschrien sind...

Lehmann: Was in meinen Augen totaler Unsinn ist. Dass es die Änderung gibt, ist für mich das eigentlich Revolutionäre an der Reform.

Welche Bedeutung hat das Thema Nachhaltigkeit für Ihre Stiftung?

Lehmann: Eine große Bedeutung. Die Taxonomieverordnung ist allerdings noch unvollständig und unausgereift. Denke ich an einen Anleger, der sich nach den Vorschriften ausrichten will, stellt er zunächst fest, dass derzeit nur Aktien solcher Unternehmen in die Bewertung einfließen können, die ihren Sitz in Euroland haben. Außerdem stellt er fest, dass auch keine Rentenanlagen momentan in den Bewertungen berücksichtigt werden können. Da muss noch viel geschehen.



Lehmann nahm sich mehrere Stunden Zeit für die Fragen der Redakteure

Herr Lehmann, Sie stehen seit 25 Jahren an der Spitze der Volkswagen Stiftung. Wie hat sich Ihr Geschäft und das Stiftungsgeschäft insgesamt verändert und wie laden Sie Ihren Akku wieder auf?

Lehmann: Es hat sich eigentlich nicht so viel verändert, da sich auch die gesetzlichen Rahmenbedingungen nicht verändert haben. Zumindest bis zum vergangenen Jahr. Meinen Akku tanke ich am liebsten mit meiner Familie und im Beisammensein mit meinen Freunden, die in unterschiedlichsten Branchen und Berufen tätig sind, auf. Und ich gehe gerne zum Fußball zu Hannover 96 ins Stadion oder fahre mal los, um an einen ruhigen See Angeln zu gehen. ■ Das Gespräch führten Lennard Klindworth und Benita Rathjen



Den ersten Teil des ganzen Interviews können Sie hier lesen: private-banking-magazin.de

SERIE, TEIL 27: ANTIZYKLISCHE ANLAGESTRATEGIEN

Nachhaltigkeit bedeutet für mich ...



Jens Hennes ist Hauptgeschäftsführer des Versorgungswerks der Apothekerkammer Nordrhein (VANR), sowie Geschäftsführer des Versorgungswerks der Tierärztekammer Nordrhein (VTNR). Der studierte Bankbetriebswirt wechselte im Jahr 2005 von der Commerzbank zum VANR

... an der Gestaltung einer lebenswerten Zukunft mitzuarbeiten. Für mich ist Nachhaltigkeit kein Schlagwort, sondern gelebte Praxis und fester Bestandteil des Wesenskerns eines Versorgungswerks. So erbringen wir unseren Versorgungsauftrag kontinuierlich in Eigenverantwortung und ohne staatliche Zuschüsse. Die Leistungsversprechen in Bezug auf die Alters- und Berufsunfähigkeitsrente sowie die Hinterbliebenenversorgung erfüllen wir dabei ökonomisch, ökologisch und sozial möglichst nachhaltig. Greenwashing liegt uns fern und wäre auch rein praktisch gar keine Option.

Nachhaltigkeitsstrategie

Hier ist der ESG-Gedanke schon durch unser Geschäftsmodell implementiert. Wir spekulieren nicht, sondern steuern mit einem Asset Liability Management. Zur Einordnung: Das Versorgungswerk der Apothekerkammer Nordrhein (VANR) hat rund 10.000 Mitglieder und verwaltet für diese Kapitalanlagen mit einem Kurswert von über 3 Milliarden Euro. Oberstes Ziel der Anlagestrategie ist es, die Leistungen an unsere Mitglieder langfristig sicherzustellen. Was könnte nachhaltiger sein? Unser Auftrag und die Nachhaltigkeit stehen auch nicht in Bezug auf die Rendite im Widerspruch. Im Gegenteil, es verbessert unser Risiko-Rendite-Profil, wenn wir ESG-Kriterien in den Investmentprozess einbinden. Und das setzen wir systematisch um: Seit 2021 haben wir eine umfassende Nachhaltigkeitsstrategie. Nicht zuletzt honorierten auch Dritte unser strategischen Kurs – etwa mit Auszeichnungen, die auch unsere nachhaltige Ausrichtung einbezogen.

Gesellschaftliche Bedeutung

Unsere Renteninvestments – bei Versorgungswerken eine Asset-Klasse mit Tradition – bestehen größtenteils aus nicht börsennotierten Namenspfandbriefen, -schuldverschreibungen und Schulscheindarlehen sicherer Emittenten. Wenn wir Direktanlagen verwalten, nutzen wir ein externes Analyse-Angebot, welches neben klassischen Bonitäts-

kriterien auch Nachhaltigkeitsaspekte berücksichtigt. Solch sichere Anleihen bringen nicht nur dem Versorgungswerk verlässliche Erträge. Diese Investments sorgen auch dafür, dass insbesondere staatliche Investitionen langfristig finanzierbar sind. Das zählt unter anderem auf den ESG-Aspekt Soziales ein.

Immobilien-Masterfonds

Weil wir uns sozial ausrichten, wirkt sich das auch auf unsere Anlagen in Immobilien aus. Gerade in der heutigen Zeit ist es wichtig, dass sich unser Versorgungswerk im Wohnungsbau engagiert. Gleichzeitig sind diese Immobilien mit ihren regelmäßigen Erträgen für langfristig orientierte Investoren eine attraktive Anlageklasse. Zudem berücksichtigen wir den Umweltaspekt bei unseren Immobilien. So sollen Neubauten ein Umweltsiegel haben. Im Bestand sanieren wir energetisch. Investieren wir über unseren eigenen Immobilien-Masterfonds setzen wir einen ESG-Filter ein, den wir zusammen mit einer Kapitalverwaltungsgesellschaft entwickelt haben. Wir berücksichtigen Standards wie UN PRI und stellen dabei konkrete Forderungen an die Manager neuer Zielfonds. Dazu gehört etwa, dass die Manager niemanden entmieten, sie Gebäude energetisch sanieren sowie sie regelmäßig instandhalten.

ESG-Vorgaben für Asset Manager

Wir investieren gänzlich über Asset Manager in Aktien und andere börsennotierte Anlagen. Dabei stellen wir nicht nur Anforderungen an die Kompetenz in der jeweiligen Anlageklasse. Alle Geschäftspartner müssen auch bestätigen, dass sie ESG-Kriterien bei ihrer Geschäftspolitik und Anlagestrategie berücksichtigen. Wir fordern dabei ebenfalls, dass sie UN PRI oder vergleichbare Standards dauerhaft erfüllen. Jeder unserer Asset Manager sollte darlegen können, wie er Nachhaltigkeit bei seinen Entscheidungen berücksichtigt und welche entsprechenden Daten er dabei einbindet.

Dass wir nachhaltige Investments auch unter Renditeaspekten aktiv steuern, zeigt ein Beispiel aus dem Jahr 2022. Wir nutzten bei unserer antizyklischen Anlagestrategie eine Schwächephase bei ESG-Titeln, um klassische Spezialfondsmandate auf ESG-Mandate umzustellen. Daneben legten wir auch ein neues Aktienmandat mit Best-in-Class-Ansatz auf.

Alternative Assets

Besonders stark kommen Nachhaltigkeitsaspekte bei Beteiligungen und Alternativen Assets zum Tragen. So sind wir über Zweckgesellschaften in erneuerbare Energien engagiert. Dazu gehören Solarparks sowie On- und Offshore-Windparks. Zudem arbeiten wir daran, die Quote für Infrastrukturinvestments, die es in Nordrhein-Westfalen gibt, vollständig auszunutzen. Das ist seitens der Aufsicht mit Nachhaltigkeitsauflagen gekoppelt.

Bei indirekten Investments müssen Asset Manager analog zur börsennotierten Kapitalanlage die Nachhaltigkeitsaspekte umfassend abdecken, um ein Mandat zu erhalten. Jüngstes Beispiel ein Impact-Fonds für Private Equity, den wir gezeichnet haben. Er verbindet ein explizites Nachhaltigkeitsziel mit einer attraktiven Zielrendite.

Geschäftsbetrieb

Nachhaltigkeit ist auch Teil des allgemeinen Alltags beim Versorgungswerk der Apothekerkammer Nordrhein. Ein gutes Beispiel: Wir nutzen ausschließlich Ökostrom. Weiterhin reduzieren wir den Papierverbrauch mithilfe der Digitalisierung. Dazu gehört, dass unsere Mitglieder ein Portal nutzen können und dass wir planen, gedruckte Texte künftig digital zu veröffentlichen.

Soziale Nachhaltigkeit stärken wir durch flexible Arbeitszeitmodelle. So können Beschäftigte durch Arbeitszeitkonten Familie und Beruf besser vereinbaren und ausgewogener arbeiten und leben. Als Rentenspezialist bieten wir unseren Beschäftigten eine attraktive betriebliche Altersversorgung. Zu den Angeboten für unsere Mitarbeitende gehört darüber hinaus auch, dass wir ein Jobticket bezuschussen. Überall hier sind Synergien greifbar: Was nachhaltig wirkt, steigert auch die Mitarbeiterzufriedenheit, das Wir-Gefühl im Unternehmen und nicht zuletzt die Position des Versorgungswerks der Apothekerkammer Nordrhein auf dem Arbeitsmarkt.

Governance

Eine geordnete und klar organisierte Governance gehörte schon zu den Kernanforderungen an ein Versorgungswerk, lange bevor sich das „G“ über das Label ESG verbreitete. Wir sind über eine institutionelle Aufsicht des Landes reguliert. Intern entscheiden neben den gewählten

Delegierten der Kammerversammlung, die ebenfalls demokratisch bestimmten Mitglieder von Aufsichtsrat und besonders vom Vorstand. Weitere Komponenten der verantwortlichen Unternehmensführung sind die Vergabe der internen Revision an einen externen Beauftragten sowie strenge Zugangsregelungen, Dokumentationspflichten sowie ein Vier-Augen-Prinzip.

Mein Fazit beim Thema Nachhaltigkeit lautet: Wir müssen am Ball bleiben und am besten die nächsten Züge schon aktiv voraussehen. Denn Nachhaltigkeit ist nichts Kurzfristiges, sondern ein Dauerläufer. ■

Kennzahlen des VANR

Das Versorgungswerk legt knapp 3 Milliarden Euro an

Mitglieder	8.417
Davon:	
Angestellte	5.836
Selbstständige	1.389
Nichttätige	1.192
Leistungs-empfangende	3.109
Davon:	
Altersrenten	2.670
Berufsunfähigkeitsrenten	57
Witwenrenten	329
Waisenrenten	53
Beiträge	87,6 Millionen Euro
Kapitalanlagen	2.768,1 Millionen Euro
Erträge	58,4 Millionen Euro
Nettoverzinsung	1,6 Prozent
Versorgungsleistung	74,7 Millionen Euro

Aufteilung der Kapitalanlage

Das Investmentvermögen ist unter anderem in Alternatives und Aktien angelegt

	2022	2023
Schuldscheinforderungen (Angaben in Prozent)	3,9	5,9
Namenschuldverschreibungen	24,4	23,1
Beteiligungen	3,6 *	3,4 *
Investmentvermögen	68,1 *	67,6 *

*2022 inklusive 18,5 Prozent, 2023 inklusive 19,4 Prozent Prozent an Immobilieninvestments. Quelle: VANR / Stand Geschäftsjahr 2023



FOTO: CANVA

Gewinnmargen von Asset Managern im Sinkflug

TALFAHRT: Europas Asset-Management-Industrie steht gehörig unter Druck – denn gleich an mehreren Flanken offenbart die Branche Schwächen: Die Gewinnmargen fallen weiter in sich zusammen. Und das, obwohl das verwaltete Vermögen steigt. Allerdings: Fast zwei Drittel der Zuwächse im verwalteten Vermögen entfallen auf die Marktentwicklung. Holpert es mal an den Märkten, bleibt nur noch ein Drittel der Zuwächse durch Nettoneugelder übrig, was dann die Margen weiter drücken könnte. Historisch schlecht aufgestellt sind die Asset Manager in Europa bei ihrer Effizienz. Der Branchendurchschnitt für die Cost Income Ratio ist auf ein nie dagewesenes Niveau von 70 Prozent geklettert. Verantwortlich dafür sind wohl vor allem die Werte mittelgroßer Asset Manager. Deren Aufwand-Ertrag-Verhältnis liegt bei 77 Prozent, während kleinere und damit spezialisierte Anbieter zumindest auf 65 Prozent kommen. Die beste Cost Income Ratio verspricht anscheinend die schiere Größe: Hier kommen die Asset Manager auf ein Aufwand-Ertrag-Verhältnis von 63 Prozent.

Mittelgroße Asset Manager tun sich schwer



FOTO: MANUEL DEBUS

Martin Lück

Ex-Blackrock-Strategie macht sich selbstständig

SPARRINGSPARTNER: Acht Jahre war Martin Lück leitender Kapitalmarktstrategie für die DACH-Region und Osteuropa bei Blackrock. Im Februar 2024 verließ er das Unternehmen. Nun machte er sich unlängst mit der Plattform Macro Monkey selbstständig. Das Angebot richtet sich an Finanzprofis. „Mit meiner neuen Plattform biete ich Kapitalmarktteilnehmern ein Sparring auf Augenhöhe“, schreibt Lück.



FOTO: ANNA MUTTER

Gunnar Knierim

Geschäftsführer verlässt Alliance Bernstein

ABGANG: Gunnar Knierim verlässt Alliance Bernstein. Er verantwortete bei dem Asset Manager das Geschäft mit semi-institutionellen Kunden wie Dachfondsmanagern, Family Offices, Groß- und Privatbanken und Vermögensverwaltern in Deutschland, Österreich und Luxemburg. Seit 2011 arbeitete Knierim für den Investmentmanager in München, zuletzt als Geschäftsführer. Wohin es ihn zieht, ist nicht bekannt.



FOTO: IMAGO / ANDRE ENGELMANN

Amundi

Amundi bringt Eltif auf den Markt

AUFGELEGT: Prima ist der Rufname eines neuen Eltifs von Amundi. Prima ist dabei die Abkürzung für den Amundi Private Markets Eltif, den der französische Asset Manager gestartet hat. Im Eltif investieren die Fondsmanager flexibel in Private Equity, Private Debt und Infrastruktur. So sind digitale ESG-Projekte ein denkbare Investment. Der Fonds ist nach Artikel 8 der SFDR klassifiziert.



FOTO: IMAGO / DEPOSITPHOTOS

Dekabank

Deka ändert Vertriebsstruktur

ANSPRECHPARTNER: Die Verantwortlichen der Dekabank ändern die Vertriebsstruktur für institutionelle Kunden. Externe Investoren wie Versorgungswerke oder Pensionskassen werden nicht in einem Vertriebsdezernat betreut, sondern direkt von den Tochterunternehmen der Bankengruppe. Laut Deka braucht es kein eigenes Dezernat, da die Kunden spezialisiert seien und wüsten, welche Dienste sie benötigen.



FOTO: IMAGO / DEPOSITPHOTOS / IMAGEROKER

Natixis und Generali

Neuer Riese im Asset Management

FUSION: Generali Investment und Natixis Investment Managers sollen verschmelzen. Das gaben die Generali-Versicherung und die französische Bankengruppe BPCE bekannt. Das geplante Joint Venture wäre mit einem verwalteten Vermögen von insgesamt über 1,9 Billionen Euro Europas zweitgrößter und nach Umsatz sogar Europas größter Asset Manager. Bis 2026 soll der Deal final stehen.



FOTO: FGTC

Thomas Webers

Vertriebsleiter verlässt FGTC

ABSCHIED: Im April 2024 hatte Do Investment angekündigt, erstmals einen eigenen Vertrieb aufbauen zu wollen. Als Vertriebsleiter Wholesale für die DACH-Region startete Thomas Webers bei dem Münchener Vermögensverwalter. Mittlerweile wurde Do Investment von der Viessmann Generations Group gekauft, heißt FGTC – und Webers ist weg. Es gab „unterschiedliche Auffassungen über die Vertriebsstrategie“.



Gero Schomann

FOTO: DWS

Gero Schomann verlässt DWS – Nachfolger stehen fest

UMSTRUKTURIERUNG: Gero Schomann hat die DWS zum 31. Dezember 2024 verlassen. Er war seit 2021 bei dem Vermögensverwalter als Vertriebsleiter für das Deutschland- und Österreich-Geschäft verantwortlich. Schomann war bereits seit 2019 im Vertrieb des Unternehmens tätig. Zuvor arbeitete er im Vertrieb der DWS-Muttergesellschaft Deutsche Bank. Zukünftig teilt die DWS die Verantwortung auf zwei Positionen auf: Stefan Vollmer wird das deutsche Wholesale-Geschäft leiten. Er berichtet an Dirk Görge. Vollmer verantwortet das Wholesale-Geschäft seit Mitte des Jahres. Alexia Giugni leitet weiterhin das Geschäft in der EMEA-X-Region. Damit umfasst ihre Verantwortung zukünftig auch die institutionellen Teams für Deutschland und Österreich. Sie arbeitet also auch mit Versicherungen und Pensionskassen zusammen.

IT'S THE INFLATION, STUPID

Donald Trump ist wieder US-Präsident. Ist der Trump-Trade schon vorbei, oder geht es jetzt mit Beginn seiner Präsidentschaft an den Börsen erst recht aufwärts?



„If you don't mind, I want to work the french fry counter.“ Nicht nur mit dieser Bitte war Donald Trump erfolgreich. Auch der Wahlsieg ging an ihn

FOTO: IMAGO / BESTIMAGE

Haben golden frittierte Pommes Donald Trump zum US-Präsidenten gemacht? Unter anderem. „Look at this guy, I'm not gonna mess with him“, sagt Trump und reicht dem angesprochenen Autofahrer eine McDonald's-Tüte durch sein Fenster. Wenige Minuten zuvor noch stand er an der Fritteuse und machte Witze darüber, dass er jetzt schon 15 Minuten länger bei McDonald's gearbeitet habe als seine Konkurrentin Kamala Harris. Harris wiederum ließ kaum einen Wahlkampfauftakt vergehen, ohne zu erwähnen, dass sie sich ihr Studium teilweise durch einen Sommerjob bei der Fastfood-Kette finanziert hat. Belege dafür, dass Harris lügt und in Wahrheit nie bei McDonald's Pommes frittiert und Burger belegt hat, braucht Trump nicht. Das Narrativ verfängt auch so. Kamala die Lügnerin, Trump der bürgernahe Fast-Food-Liebhaber. Da schadet auch Vizepräsident J.D. Vances ungeschickter

Donut-Kauf nicht mehr, bei dem er sogar darum gebeten wurde, die Kamera auszuschalten. Tim Walz, Vize-Kandidat der Demokraten, führt zwar nur eine Woche später vor, wie man sich in einem Donut-Shop verhält: „Look at me, I have no problem picking out donuts.“ Zum künftigen Vizepräsidenten machte ihn das aber trotzdem nicht.

Inflation treibt Populismus

Donuts und Pommes haben nicht nur soziale Netzwerke wie X wochenlang beschäftigt, auch renommierte Medienhäuser haben die Videoclips geteilt und kommentiert, weltweit. Wie stark sie das Wahlergebnis tatsächlich beeinflusst haben, ist Spekulation. Sicher ist allerdings, dass die hohen Preise – nicht nur von Donuts und Pommes – Trump Stimmen gebracht haben. „It's the inflation, stupid!“ Das zeigt auch die Studie „Inflation Surprises

and Election Outcomes“ des Instituts für Wirtschaft Kiel (IFW), für die Ökonomen 365 Wahlen in 18 Industrieländern zwischen 1948 und 2023 untersucht haben. Demnach führt ein Inflationsschock von 10 Prozentpunkten während einer Legislaturperiode, der nicht durch wachsende Löhne ausgeglichen wird, zu einem Plus von 2,8 Prozentpunkten für populistische und extremistische Parteien bei der nächsten Wahl. „Unsere Forschung hilft, Trumps Wahlerfolg ebenso wie den Zulauf zu Populisten in Deutschland besser zu verstehen. Extreme Parteien profitieren, wenn die Preissteigerungen höher ausfallen als erwartet und Arbeitnehmer und andere Wirtschaftsakteure keine Möglichkeit hatten, sich durch angemessene Lohnerhöhungen auf die Inflation vorzubereiten“, sagt dazu Jonathan Federle, Wissenschaftler am IFW Kiel und einer der Autoren der Studie.

Trump, der Wirtschaftsprofi?

5,4 Prozent betrug die annualisierte Inflationsrate unter Bidens Präsidentschaft. Sein Vorgänger Trump verzeichnete lediglich 1,9 Prozent, ist aber durch seine lockere Fiskalpolitik nicht ganz unschuldig an den später gestiegenen Preisen. Dass Trump der Wirtschaft so viel besser getan hat als Biden, geben aber auch die sonstigen Wirtschaftskennzahlen nicht her. Der Vergleich ist zwar aufgrund des kurzen Betrachtungszeitraums und externer Schocks wie der Covid-Pandemie wenig aussagekräftig, verdeutlicht diesen Punkt aber trotzdem. So ist das reale Bruttoinlandsprodukt unter Biden mit einem annualisierten Plus von 3,5 Prozent sogar stärker als unter Trump gestiegen (2,7 Prozent). Auch die Staatsschulden stellen Biden ein besseres Zeugnis aus. Um 29 Prozent sind sie während seiner Amtszeit gestiegen. Trump kam auf ein Plus von 39 Prozent. Der Arbeitsmarkt hat sowohl von Trump als auch von Biden profitiert. Dennoch konnte sich die Konsumentenstimmung während Bidens Präsidentschaft nur anfänglich vom Covid-Schock erholen, bevor sie wieder sank und trotz steigender Werte negativ blieb. Auch dies eine Folge der hohen Inflationsraten.

Und auch in puncto Aktienmärkte punktet Trump. Der S&P 500 stieg während seiner ersten Amtszeit durchschnittlich 16,3 Prozent pro Jahr. Biden kommt lediglich auf ein annualisiertes Plus von 12,6 Prozent. Das Vertrauen auf eine zweite Trump-Rally könnte ein Grund für die euphorische Reaktion der Börse auf Trumps Wahlsieg sein. „Die Einzigartigkeit der Vereinigten Staaten dürfte sich 2025 fortsetzen. Trumps America-First-Politik sollte US-Aktien durch Deregulierung und Steuersenkungen stützen“, sagt beispielsweise Evan Brown, Leiter Multi-Asset-Strategy bei UBS Asset Management. Ein weiterer Treiber der Aktienkurse ist die künstliche Intelligenz (KI): „US-Aktien bleiben unsere strategische Präferenz, angetrieben durch solide Wachstumsaussichten im Technologiesektor, insbesondere bei der KI-Infrastruktur“, sagt Michaël Lok, Co-Vorstandsvorsitzender Asset Management bei Union Bancaire Privée.

Die zahlreichen Marktcommentare zu Trumps Wahlsieg zeigen, dass die bevorzugten Sektoren der Asset Manager Technologie, Finanzen und Energie sind, da sie am stärksten von Trumps angekündigten Deregulierungsmaßnahmen und Steuersenkungen profitieren würden. Ebenso wird er ➤

„Ein Rückzieher wäre für Trump politisch gefährlich“

Was bedeutet Trumps Präsidentschaft für Investoren? Portfoliomanager Andrew Smith von Columbia Threadneedle spricht über Risiken, Chancen und Umweltpolitik

private banking magazin: Was sind die größten Risiken der Präsidentschaft Donald Trumps für Investoren?

Andrew Smith: Wenn Trump die von ihm angedrohten Zölle in Höhe von 60 Prozent auf alle chinesischen Waren erhebt, könnten sie in der Tat inflationär wirken, insbesondere wenn die Unternehmen die höheren Kosten für importierte Waren an die Verbraucher weitergeben. Es ist jedoch keineswegs garantiert, dass Präsident Trump in der Lage sein wird, so hohe Zölle zu erheben. Er wird im Kongress wahrscheinlich auf heftigen Widerstand stoßen, vor allem, da die Republikaner im Senat und im Repräsentantenhaus nur über hauchdünne Mehrheiten verfügen. Ich erwarte steigende Zölle, aber nicht in der angedrohten Höhe.

Wo ergeben sich für Investoren die größten Chancen?

Smith: Nach Bekanntgabe des Wahlergebnisses haben wir eine Rally des Russell-2000-Index für Small-Cap-Aktien beobachtet, die die Performance größerer Unternehmen wie die des S&P 500 deutlich übertraf. Das beruht auf der Überzeugung, dass Small Caps unter Trump florieren könnten, da sie stärker auf die USA ausgerichtet sind, und Trump Steuersenkungen und Deregulierung priorisiert.

Trump ist nicht als Freund klimafreundlicher Politik bekannt. Wie wird sich das auswirken?

Smith: Zwar ist Trump dafür bekannt, umweltfreundliche Maßnahmen abzulehnen. Dennoch ist es unwahrscheinlich, dass er Verpflichtungen und Infrastrukturprojekte wieder aufhebt, die Biden im Rahmen des Inflation Reduction Acts bereits eingegangen ist. Der Grund dafür ist, dass ein Großteil der Ausgaben für erneuerbare Energieprojekte auf republikanische Bundesstaaten konzentriert ist, wodurch dort Arbeitsplätze entstanden und Investitionen geflossen sind. Ein Rückzieher bei schon bestehenden Projekten wäre daher für Trump politisch gefährlich. Es ist jedoch möglich, dass Trump Steuererleichterungen und Kredite für künftige Projekte zurückzieht, auch um fiskalische Erleichterungen in anderen Bereichen auszugleichen.

Die Märkte haben euphorisch auf Trumps Wahlsieg reagiert. Gibt es noch Aufwärtspotenzial oder sind alle Chancen schon eingepreist?

Smith: Die Frage ist, ob die erwarteten Renditen auch durch die zukünftigen Unternehmensgewinne untermauert sind. Derzeit erwarten wir für den S&P 500 in diesem Jahr ein Gewinnwachstum von 15 Prozent über dem Niveau von 2024. Das könnte die Aktienkurse treiben, besonders wenn die von Trump vorgeschlagenen Steuersenkungen die Unternehmensgewinne stützen oder sogar steigern. Der S&P 500 wird aktuell mit einem historisch hohen Multiplikator gehandelt. Wenn die Gewinne 2025 weiterhin wachsen, insbesondere die der Mega Caps aus dem Technologiesektor, könnten sie die Grundlage für steigende Aktienmarktrenditen bilden. ■



Portfoliomanager Andrew Smith von Columbia Threadneedle

wartet, dass sich Small und Mid Caps dank niedrigerer Steuern und Finanzierungskosten positiv entwickeln. Hinzu kommt, dass kleine und mittlere Unternehmen stärker auf den US-Markt ausgerichtet sind als große Unternehmen. Während Trumps America-First-Politik ihnen also besonders nutzen könnte, sind sie gleichzeitig weniger durch die negativen Folgen internationaler Handels- und Währungsschwankungen betroffen, die aus Trumps restriktiver Handelspolitik resultieren könnten. So sagt beispielsweise Werner Krämer, Volkswirt und Geschäftsführer bei Lazard Asset Management: „Bei einer America-First-Politik fällt es schwer, US-Aktien auszulassen. Ich sehe keine Basis für eine Veränderung der aktuellen Lage, das Segment wird sich weiterhin positiv entwickeln. Gerade bei kleineren und mittelgroßen Unternehmen gibt es Nachholpotential. Außerdem spielen hier weitere Zinssenkungen eine Rolle, die für Erholung sorgen sollten.“

Einen weiteren Punkt nennt Tom Harvey, Senior-Aktienspezialist bei Abrdn: „Langfristig hinken Small Caps den Large Caps seit der globalen Finanzkrise hinterher. Diese Phase der Underperformance könnte jedoch den Boden für zukünftige überdurchschnittliche Entwicklungen bereiten, denn wir sehen Anzeichen dafür, dass Small Caps die Bewertungslücke zu Large Caps allmählich schließen.“ Auch

wenn sich Small Caps 2024 bereits gut entwickelt hätten, gebe es immer noch Potenzial, da die Bewertungen weiterhin attraktiv seien. „Darüber hinaus bieten Small Caps durch ihre Flexibilität und Agilität Vorteile. Weniger Regulierungsdruck würde es ihnen ermöglichen, schneller auf Marktveränderungen zu reagieren, Innovationen voranzutreiben und ihre Wettbewerbsfähigkeit zu stärken“, so Harvey.

Doch bei aller Euphorie gibt es auch warnende Stimmen vor einer Allokation in US-Aktien. „Da sich der Trump-Trade eindeutig eher am Ende als am Anfang befindet und die Untergangsstimmung in Europa wahrscheinlich übertrieben ist, halten wir es für zu spät, US-Aktien gegenüber Europa strategisch überzugewichten“, sagt Benjamin Melman, globaler Investmentchef bei Edmond de Rothschild Asset Management. „Die Daten zur Portfoliopositionierung deuten darauf hin, dass der Trump-Trade in den Portfolios der Anleger bereits weit verbreitet ist und dass die Euphorie an den US-Aktienmärkten bald ein Ende finden dürfte“, so Melman.

Trump könnte an Inflation scheitern

Aber nicht allein die gestiegenen Bewertungen der vergangenen Monate sollten Investoren vorsichtig werden lassen. Hinzu kommt, dass Trumps erratischer Regierungsstil und seine Wahlkampf-Ver-

sprechungen wie Abschiebungen, höhere Zölle und Steuersenkungen für politische und ökonomische Unsicherheit sorgen sowie die Inflation anheizen könnten. Auch wenn Trumps eigentliches Ziel Wirtschaftswachstum ist. „Die positive Botschaft ist, dass die US-Wirtschaft derzeit auf eine weiche Landung zusteuert – ein Szenario, in dem sich die Konjunktur nur leicht abkühlt und die Inflation wieder in den Zielbereich der Notenbank rückt. Aber das ist ein äußerst fragiles Gleichgewicht“, sagt Carolin Schulze Palstring, Leiterin Strategie und Research bei Metzler Private Banking. Für die Notenbanken werde es jetzt schwierig, die richtige Richtung einzuschlagen. Erhöht sie die Zinsen zu stark, riskiere sie Arbeitslosigkeit und Rezession. Zu niedrige Zinsen könnten zu einer Überauslastung und damit zu Inflation führen. Auch das Timing sei entscheidend. Anders als zu Beginn von Trumps erster Präsidentschaft befinde sich die US-Wirtschaft zudem aktuell nahe ihrer Produktionsgrenze. Zusätzliches Wachstum treibe an dieser Kapazitätsgrenze in der Regel auch die Inflation, zum Beispiel durch höhere Kosten aufgrund von Überstunden und mit der Nachfrage steigenden Rohstoffpreisen. „Und in dieser Situation kommen nun politische Störfeuer hinzu. Steuersenkungen erhöhen die Nachfrage, Einwanderungsbeschränkungen

gen und Ausweisungen steigern den Lohn- und Zölle treiben die Importpreise. Zusätzlich wünscht sich Trump eine schwache Währung und niedrige Zinsen. All diese Faktoren treiben die Inflation“, so Schulze Palstring. Hinzu komme, dass die Staatsschuldenquote während seiner Präsidentschaft deutlich steigen dürfte, ein weiterer Inflationstreiber. Auch Melman sieht die US-Notenbank in der Zwickmühle: „Die Situation im Jahr 2025 wird sich deutlich von der des Jahres 2018 unterscheiden, und die Fed kann noch nicht behaupten, den Kampf gegen die Inflation gewonnen zu haben. Hin- und hergerissen zwischen dem Risiko, die Spannungen auf dem Arbeitsmarkt durch die Abschiebung von Immigranten zu verschärfen, und der Ungewissheit über die Zölle, scheint es wahrscheinlich, dass die Normalisierung der Geldpolitik der Fed eher zögerlich erfolgen wird.“

Trotzdem ist die US-Wirtschaft laut Krämer von Lazard kurzfristig der große Gewinner, während Europa als großer Verlierer dasteht. „Für einstige Globalisierungsgewinner wie Deutschland wird die Zusammenarbeit schwieriger. Ein klares Zeichen ist der Eurokurs, der zum US-Dollar seit den Wahlen 2 Prozentpunkte verloren hat“, so Krämer. Diese Meinung stützt auch das 49. Ökonomen-Panel von Ifo-Institut und „FAZ“, an dem im November 180 Volkswirte teilge-

nommen haben. „Wie wird sich die Wahl von Donald Trump zum 47. Präsidenten der Vereinigten Staaten auf das Wirtschaftswachstum auswirken?“, wurden sie gefragt. Mit Blick auf die USA sind die Ökonomen gespalten: 7 Prozent antworten mit „sehr negativ“, 35 Prozent mit „eher negativ“, dafür aber 38 Prozent mit „eher positiv“ und 5 Prozent mit „sehr positiv“. Pessimistischer sind die Befragten für Europa und Deutschland. Für Europas Wachstum sehen 11 Prozent der Ökonomen rot, drei Viertel der Volkswirte gehen davon aus, dass sich Trumps Wahlsieg „eher negativ“ auswirken wird. Für Deutschlands Wachstum befürchten sogar ein Fünftel „sehr negative“ und 69 Prozent „eher negative“ Folgen. Nur 2 Prozent sehen „eher positive“ Auswirkungen auf Europas und Deutschlands Wachstum. Keiner der Ökonomen erwartet „sehr positive“ Folgen.

Trump riskiert Spannungen aber nicht nur mit Europa und China, sondern selbst mit seinen Nachbarn Mexiko und Kanada. Darauf weist der Forschungsdirektor für Handelspolitik am IFW Kiel, Julian Hinz, hin: „Die Ankündigung Donald Trumps, Zölle gegen Mexiko, Kanada und China zu erheben, zeigt, dass er es mit einem protektionistischen Kurs ernst meint, selbst wenn diese Politik zum Schaden auch der USA ist. Besonders alarmierend ist der Schritt gegen Mexiko und Kanada, den wichtigsten

Handelspartnern der USA, mit denen Trump in seiner ersten Amtszeit noch ein Handelsabkommen abgeschlossen hatte.“ Trump hat während seiner ersten Amtszeit schon bewiesen, dass er langfristige Schäden für kurzfristige Gewinne in Kauf nimmt, gerade im Blick auf die Handelspolitik.

Eine der größten Gefahren für die Märkte dürfte seine Unberechenbarkeit sein. Das macht es auch für Investoren schwer zu reagieren. „Wir versuchen, so weit wie möglich, neutral zu bleiben. Wenn es um makroökonomische Vorhersagen geht, ist der vor uns liegende Weg bestenfalls verschwommen, weshalb wir unser Portfolio nicht auf mögliche Gewinner ausrichten wollen“, sagt Andrew Smith, Portfoliomanager bei Columbia Threadneedle. Er konzentriert sich deshalb auf Unternehmen, die fast unabhängig vom makroökonomischen und politischen Umfeld florieren können.

Und auch Krämer von Lazard wagt keine deutliche Prognose, bleibt aber vorsichtig optimistisch: „Wir schauen in den Nebel – niemand weiß, was Trump konkret umsetzen wird und in welchem Tempo. Aber wir sehen viele Anzeichen, dass sich die Märkte gut arrangieren werden.“ So unsicher die Wirtschaftslage auch ist, bleibt auf eine Konstante Verlass: die stabile Nachfrage nach Pommes und Donuts. ■

Katharina Erhard

USA-Fonds und -ETFs mit der besten Wertentwicklung über die vergangenen fünf Jahre

In den vergangenen Jahren hat es sich dank der Magnificent Seven gelohnt, auf Large Caps zu setzen. Small Caps könnten unter Trump laut einigen Vermögensverwaltern aber aufholen

US-Aktienfonds Large Caps

Fondsname	ISIN	Wertentwicklung in % 1 Jahr	5 Jahre	Volatilität 5 Jahre in %	Maximaler Verlust 5 Jahre in %	Sharpe Ratio 5 Jahre	Wäh- rung	Volumen in Millionen Euro
Amundi Nasdaq 100 ETF	LU1681038243	29,55	169,84	19,84	30,85	1,01	Euro	2.004
Invesco EQQQ Nasdaq 100 ETF	IE00BFZGXZ54	28,92	166,61	19,54	35,24	1,01	USD	10.299
Ishares Nasdaq 100 ETF	IE00B53SZB19	28,90	166,10	19,50	35,28	1,00	USD	15.031
JPM US Select Equity Plus	LU0281483569	37,01	137,45	16,30	35,56	1,04	Euro	5.402
T. Rowe Price US Large Cap Growth Equity Fund	LU1446472380	37,83	130,56	19,44	33,08	0,83	Euro	2.391

US-Aktienfonds Small und Mid Caps

CT American Smaller Companies	LU1864950479	18,53	97,90	19,76	39,23	0,62	Euro	1.254
Vaughan Nelson US Select Equity Fund	LU0183517498	16,01	88,38	17,15	33,26	0,69	USD	159
Artemis Funds US Smaller Companies	LU1901908894	34,92	74,15	21,37	39,01	0,39	USD	174
abrdn North American Smaller Companies	LU0566484027	20,84	65,10	19,94	36,77	0,38	USD	317
Janus Henderson Small-Mid Cap Value Fonds	IE0001256803	26,31	63,26	18,07	34,91	0,46	USD	166

Die besten US-All-Cap- und Rentenfonds über die vergangenen fünf Jahre

Besonders Growth-Fonds konnten über die vergangenen fünf Jahre brillieren – während das Chancen-Risiko-Profil selbst der am besten performenden Rentenfonds enttäuschte

US-Aktienfonds All Caps

Fondsname	ISIN	Wertentwicklung in % 1 Jahr	5 Jahre	Volatilität 5 Jahre in %	Maximaler Verlust 5 Jahre in %	Sharpe Ratio 5 Jahre	Wäh- rung	Volumen in Millionen Euro
JPM US Growth	LU0210536198	37,02	157,96	19,24	32,43	0,99	USD	4.153
Lord Abbett Innovation Growth Fund	IE00BYZRLD33	48,17	129,30	20,94	46,33	0,72	USD	157
Alger American Asset Growth Fund	LU1232087814	51,59	128,92	19,65	38,50	0,77	Euro	15
Xtrackers MSCI USA ESG ETF	IE00BFMNPS42	32,39	125,47	16,60	34,13	0,94	USD	8.211
Janus Henderson US Forty Fund	IE00BFRSZ065	35,62	123,62	18,08	40,59	0,87	USD	1.036

US-Rentenfonds

MFS Meridian Limited Maturity Fund	LU1740847006	8,72	12,12	6,29	12,29	0,11	Euro	982
Janus Henderson US short Duration Bond Fund	IE0004858563	8,93	11,94	6,29	8,16	0,12	USD	164
Blackrock US Dollar Short Duration Bond	LU0154237225	9,08	11,87	6,67	7,85	0,10	USD	1362
Franklin US Low Duration Fund	LU1162222563	8,70	11,48	7,11	13,78	0,09	Euro	269
AB FCP American Income Portfolio	LU0232525203	7,71	7,05	7,68	17,04	-0,02	Euro	25.641

Quelle: FWW Stand: Dezember 2024

QUADORO UND EB-SIM LANCIEREN INFRASTRUKTURFONDS

„AKTIENÄHNLICHE GESAMTRENDITE, NUR MIT GERINGEREM RISIKO“

Der Quadoro Erneuerbare Energien Europa (QEEE)-Fonds strebt eine Rendite von 5 bis 6 Prozent an. Wie konservative Anlagestrategien, Diversifikation in Wind-, Solar- und Wasserkraft sowie die Förderung der Pariser Klimaziele den Artikel-9-Fonds zur idealen Wahl für Anleger machen, die sich an zukunftsweisenden Infrastrukturprojekten beteiligen möchten, berichten Michael Denk, Geschäftsführer und Gesellschafter bei Quadoro Investment, und Michael Hepers, Geschäftsführer bei EB-Sustainable Investment Management (EB-SIM).

private banking magazin: Herr Hepers, warum ist eine Investition in den Bereich erneuerbare Energien sinnvoll?

Michael Hepers: Die erneuerbaren Energien sind inzwischen sehr wettbewerbsfähig: Die Erzeuger sind nicht mehr auf Subventionen wie beispielsweise hohe Einspeisevergütungen angewiesen. In der Vollkostenrechnung haben die erneuerbaren Energien im Vergleich zu Kohlekraftwerken und Atomstrom inzwischen die deutlich günstigsten Gestehungskosten.

Herr Denk, erzählen Sie uns von der Idee hinter dem Quadoro Erneuerbare Energien Europa (QEEE)-Fonds. Wie kam es zu der Partnerschaft zwischen Quadoro Investment und EB-SIM?

Michael Denk: Quadoro hat sich seit der Gründung nachhaltigen Investments verschrieben. Wir sind sowohl Fonds- als auch Asset-Manager für Immobilien und erneuerbare Energien, mit Schwerpunkt auf der Immobilienseite. Auf der Pariser Klimakonferenz im Jahr 2015 einigte sich die Staatengemeinschaft erstmals völkerrechtlich verbindlich darauf, die Erderwärmung auf unter 20 Grad zum vorindustriellen Niveau zu begrenzen. Seither ist die Dekarbonisierung ein ganz großes Thema. Der Betrieb der Gebäude verursacht in Deutschland 35 Prozent des Endenergieverbrauchs und 30 Prozent der CO₂-Emissionen. Nach dem Willen der EU soll bis 2030 der CO₂-Ausstoß von Gebäu-

den halbiert werden. Bis 2050 sollen Gebäude komplett klimaneutral sein. Ohne Erneuerbare Energien sind die Ziele nicht zu erreichen. Wir arbeiten mit der EB-Sustainable Investment Management seit vielen Jahren gut zusammen, beide Seiten haben einen ähnlichen Zielkundenmarkt. Wir bündeln unsere Kompetenzen und Kräfte, um unser Know-how geballt nach vorne zu bringen.

Der Quadoro Erneuerbare Energien Europa bietet mit 5 bis 6 Prozent eine attraktive Rendite. In welchen Rahmenbedingungen bewegen sich Anleger?

Hepers: Unser konservativer und risikoavers aufgebauter Fonds ist das erste offene Infrastruktur-Sondervermögen, das als Impactfonds die Anforderungen an Artikel 9 und damit die höchste Nachhaltigkeitskategorie der EU-Offenlegungsverordnung (SFDR) erfüllt. In dieser Ausgestaltung ist der Fonds einer der ersten seiner Art in Deutschland. Rechtlich lehnt sich das offene Infrastruktur-Sondervermögen am offenen Immobilienfonds an. Da es sich um eine illiquide Anlageklasse handelt, hat der Fonds eine Mindesthaltedauer von 24 Monaten bei einer zwölfmonatigen Kündigungsfrist. Im Gegenzug können Anleger eine beabsichtigte Rendite von 5 bis 6 Prozent sowie eine Ausschüttung zwischen 4 und 5 Prozent erwarten – für einen defensiven, ab 100 Euro sparplanfähigen Fonds ist das eine sehr gute Rendite.

Warum haben Sie sich für ein offenes Infrastruktur-Sondervermögen und nicht für einen ELTIF entschieden?

Denk: Wir haben beide Vehikel geprüft und zusätzlich mit unseren Investoren gesprochen. Ein ELTIF wäre zum derzeitigen Stand der Gesetzgebung nachteilig: Zum einen ist er sehr beratungsintensiv. Viele Berater haben damit negative Erfahrungen gemacht. Zum anderen gibt es bei den derzeitigen ELTIFs Nachteile in der Konstruktion; Anleger müssten etwa auf eine Teilfreistellung ihrer Erträge verzichten. Eine Teilfreistellung soll die Doppelbesteuerung von Anlegern verhindern und die Steuererklärung vereinfachen. Aus diesen Gründen haben wir uns für das Vehikel offenes Infrastruktur-Sondervermögen entschieden.

Welche Arten von Infrastrukturprojekten werden durch den QEEE-Fonds finanziert?

Hepers: Wir unterscheiden die drei Ebenen Technologien, Regionen und Projektstatus. Im Bereich Technologie sind mindestens 75 Prozent in Wind-, Solar- und Wasserkraft investiert. 25 Prozent können neue Energiewende-Themen wie etwa Speicher und Netzinfrastruktur sein. Wir investieren im regulatorisch stabilen Europa mit einem Fokus auf Skandinavien, Deutschland, Frankreich und die Iberische Halbinsel. Mindestens 60 Prozent der Objekte sind fertiggebaut und erwirtschaften bereits Erträge. Projekte in der Bauphase sind auf maximal 40 Prozent begrenzt. Das erste Investment des Fonds wird aller Voraussicht nach ein deutscher Solarpark sein, der 2023 seinen Betrieb aufgenommen hat. Seine Gesamtleistung

von über 150 Megawatt entspricht einem Zehntel der Leistung eines Kernkraftwerks.

Welche Rolle spielt das Thema Nachhaltigkeit bei dem Fonds?

Denk: Es handelt sich um einen Artikel-9-Fonds nach der EU-Offenlegungsverordnung. Wir sind bestrebt, zu fünf SDG-Zielen für nachhaltige Entwicklung einen positiven Beitrag zu leisten: Bezahlbare und saubere Energie. Menschenwürdige Arbeit und Wirtschaftswachstum. Industrie, Innovation und Infrastruktur. Nachhaltiger Konsum und nachhaltige Produktion. Maßnahmen zum Klimaschutz. Außerdem berücksichtigen wir die Principles for Responsible Investment (PRI).

Wie sicher ist der Fonds? Welche Risiken bestehen für den Anleger?

Hepers: Neben dem Liquiditätsrisiko besteht ein politisches Risiko, etwa im Hinblick auf die Einspeisevergütungen. Dem lässt sich mit einer gründlichen Länderanalyse begegnen – und einer guten Mischung der einzelnen Fondsbeteiligungen. Geschlossene Fonds liegen überwiegend in der Risikoklasse 6 (SRI); wir können den Anlegern eine ausgewogene 3 anbieten.

Nennen Sie je drei Argumente, die für ein Investment in den Quadoro Erneuerbare Energien Europa sprechen.

Hepers: Für mich steht an erster Stelle, dass ich für die nachfolgenden Generationen einen aktiven Beitrag zum Klimaschutz leisten will. Dazu kommt das attraktive Ertrags-Risiko-Profil, das relativ unabhängig von Konjunkturzyklen ist: Wind und Sonne ist es egal, wie die Aktienmärkte performen und wo die Zinsen stehen. Und letztlich bietet der Fonds breite Diversifikation und durch seine attraktiven laufenden Erträge einen Mehrwert im Portfolio: Die Ausschüttung ist höher als bei verzinslichen Anlagen, und die Gesamttrendite ist aktienähnlich, aber mit geringerem Risiko.

Denk: Die Fondslösung ist stark diversifiziert, wobei sich Anleger nicht um das Management kümmern müssen und keine unternehmerische Beteiligung eingehen. Aufgrund seiner Einnahmenstruktur ist der Fonds teilweise gegen Inflation geschützt. Und durch die sinkende Inflation und die folglich wieder sinkenden Zinsen wird der Bau von Anlagen zur Erzeugung erneuerbarer Energien wieder kostengünstiger, wodurch sich jetzt ein guter Einstiegspreis bietet. ■ Das Gespräch führte Helge Rehbein



Von rechts: Michael Denk, Michael Hepers und Redakteur Helge Rehbein im Gespräch: „Der konservative, risikoavers aufgebaute Quadoro Erneuerbare Energien Europa ist ein offenes Infrastruktur-Sondervermögen, in dieser Form der Ausgestaltung einer der ersten seiner Art in Deutschland.“

FOTO: J. MARVIN DIBBERN

The future of European competitiveness



Ex-EZB-Präsident Mario Draghi und Präsidentin der Europäischen Kommission Ursula von der Leyen: Mit einer neuen Superbehörde soll die EU wettbewerbsfähiger werden

FOTO: IMAGO IMAGES / ZUMA PRESSWIRE

MARIOS MASTERPLAN

Die Europäische Union soll wettbewerbsfähiger werden. Mit seinem kürzlich veröffentlichten Bericht hat der frühere EZB-Präsident Mario Draghi einen umfassenden Reformplan präsentiert, der unter anderem langfristig eine EU-weite zentrale Finanzaufsicht vorsieht. Ein Einblick

Europa steht wirtschaftlich und geopolitisch unter Druck. Laut Weltbank generiert die EU beispielsweise mit rund 18.400 Milliarden Dollar zwar die zweitgrößte Wirtschaftsleistung weltweit, doch das jährliche Produktivitätswachstum liegt bei lediglich 0,5 Prozent – deutlich weniger als in den USA und langfristig eine echte Gefahr für den Wohlstand in der EU. Die Europäische Union muss gemäß des Reformplans von Mario Draghi zusätzliche 800 Milliarden Euro pro Jahr investieren, um wenigstens ihren Rang zu halten. Die Investitionen des Brottinlandsprodukts steigen so von 22 auf 27 Prozent. Es ist daher leicht zu verstehen, warum Mario Draghi „Die Zukunft der europäischen Wettbewerbsfähigkeit“ als Titel für seinen Bericht gewählt hat. Draghis Diagnose ist deutlich: Europa riskiert, in einen Zustand permanenter Stagnation zu verfallen, wenn man nicht unverzüglich handelt. Die Fragmentierung des Binnenmarkts und überbordende Bürokratie bremsen Innovation und Marktintegration.

Viele Reformbereiche

Um diesen drohenden Stillstand und den daraus folgenden Sozialabbau zu verhindern, nennt Draghi drei Kernbereiche, die die optimieren muss:

- den Innovationsrückstand gegenüber den USA und China insbesondere im Bereich der Spitzentechnologien aufholen
- schädliche Emissionen verringern und Wettbewerbsfähigkeit steigern

■ Sicherheit der Menschen erhöhen und Abhängigkeiten reduzieren. Der Bericht macht deutlich, dass es nicht unbedingt an Innovation in der EU mangelt. Es gibt jedoch viele Hindernisse, die kommerzialisierte Ideen entweder verhindern oder zumindest verzögern.

Es ist nicht verwunderlich, dass Draghi die „Beseitigung von Hindernissen, die Harmonisierung von Regeln und Gesetzen und die Koordinierung von Richtlinien“ als Schwerpunkt von Reformaktivitäten ansieht. Der Bericht listet politische Vorschläge für die wichtigsten Sektoren wie Energie, kritische Rohstoffe, neue Technologien und Netzwerke, künstliche Intelligenz, Halbleiter oder saubere Energie auf und skizziert die zu erreichenden Ziele nebst Vorschlägen, wie diese erreicht werden können.

Draghi fordert daher, dass die EU die Kapitalmärkte reformiert. Das sei notwendig, um die enormen finanziellen Mittel für eine Transformation der EU realisieren zu können. Draghi listet fünf Ziele auf, um diesen Prozess in Gang zu setzen:

1. Fragmentierung des Binnenmarkts verringern, Hindernisse für Innovation, Unternehmenswachstum und große Infrastrukturprojekte in Europa beseitigen – und dadurch Steigerung der Nachfrage nach Risikokapital und nach höheren Finanzierungsvolumina über die Kapitalmärkte.
2. Abhängigkeit von Bankfinanzierungen in Europa verringern. Stattdessen die Kapitalmarktunion schneller entwickeln sowie die Kapitalströme steigern, die in ►

die Kapitalmärkte fließen. Dafür verstärkt private Pensionspläne für mehr Teilnahme fördern.

3. Bankenfinanzierung ausweiten, übermäßig restriktive Regulierung der Verbriefung überwinden und aufsichtsrechtlichen Vorschriften überprüfen, um ein starkes und wettbewerbsfähiges Bankensystem zu schaffen.
4. Den EU-Haushalt effektiver nutzen. Dafür die strategischen Prioritäten stärker und konzentrierter finanzieren. Den Verwaltungsaufwand vereinfachen und die Hebelwirkung des EU-Haushalts und der gesamten EU-Finanzarchitektur zur Unterstützung von Investitionen verbessern.
5. Einführung einer regelmäßigen und umfangreichen Emission eines gemeinsamen sicheren und liquiden Vermögenswerts durch die EU, um gemeinsame Investitionsprojekte zwischen den Mitgliedsstaaten zu ermöglichen und die Integration der Kapitalmärkte zu unterstützen.

Der Weg zu einer Kapitalmarktunion

Notwendig ist dazu vor allem die Schaffung einer echten Kapitalmarktunion. Grundlage für eine Kapitalmarktunion ist, die vorhandenen Aufsichtsstrukturen anzupassen und zu reformieren. Statt des derzeitigen nationalen Aufsichtsansatzes soll die Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (Esma) „von einer Einrichtung, die nationale Regulierungsbehörden ko-

ordiniert, zu einer einzigen gemeinsamen Regulierungsbehörde für alle EU-Wertpapiermärkte werden, ähnlich der US-amerikanischen Börsenaufsichtsbehörde Sec“.

Esma als zukünftige Sec

Die Esma soll nach Draghis Plänen ähnlich dem Sec-Modell ausschließlich (I) große multinationale Emittenten, (II) große regulierte Märkte mit Handelsplattformen in verschiedenen Rechtsordnungen und über (III) zentrale Gegenpartei-Plattformen (CCPs) überwachen.

Um die Position der Esma zu stärken und diese ähnlich der EZB möglichst unabhängig von nationalen Interessen der einzelnen EU-Mitgliedsstaaten agieren zu lassen, sollen die derzeitigen, aus den nationalen Aufsichten zusammengesetzten Entscheidungsgremien um weitere sechs unabhängige Fachleute erweitert werden. Außerdem soll die EU-Gesetzgebung im Bereich der Wertpapiere prinzipienbasiert erfolgen, der Gesetzgeber soll darüber hinaus lediglich die wichtigsten strategischen politischen Entscheidungen vorgeben. Die technische Arbeit – mit anderen Worten das, was heute in den technischen Ausführungsbestimmungen enthalten ist – soll danach zukünftig die Esma erledigen. Zu diesem Zweck sollen die Befugnisse der Esma ausgeweitet und auch die finanzielle Basis der Esma gestärkt werden, um die neuen Regulierungs- und Aufsichtsaufgaben effizient wahrnehmen zu können.

Eine dreiteilige Aufsichtsstruktur

Draghi war sich in seinem Report über die erheblichen Auswirkungen dieser Transformation der Aufsicht im Klaren. Sein Bericht adressiert bereits potenzielle Widerstände der einzelnen Marktteilnehmer. Er schlägt eine Dreiteilung der Aufsichtskompetenzen vor, um den nationalen Interessen gerecht zu werden.

Große Emittenten sollen danach direkt von der Esma beaufsichtigt werden. Kleinere, rein national tätige Emittenten bleiben der jeweiligen nationalen Aufsicht unterstellt. Mittelfristig soll dann die Aufsicht über die größeren Investmentfondsgesellschaften auch durch die Esma erfolgen. Außerdem sollen ähnlich wie bei der EZB gemeinsame Teams aus Mitgliedern der nationalen Aufsichtsbehörden und der Esma zusammen die Aufsicht ausüben, sodass sowohl ein effizienter Informationsaustausch als auch ein „level playing field“ der einzelnen EU-Mitgliedsländer gewährleistet ist.

Das Modell rechts stellt grob die Entwicklung der Aufsichtsstruktur in einem Schaubild dar.

Markt würde sich mittelfristig ändern

Man kann davon ausgehen, dass nicht nur die nationalen Aufsichtsbehörden, die nach den Worten Draghis in Teilen zu „Tochtergesellschaften“ der Esma werden, sondern auch bestehende Marktteilnehmer, die aus der Fragmentierung des Markts derzeit erheblichen Nutzen zie-

hen, starken Widerstand gegen die Pläne leisten werden. Auch der Markt der Investmentfonds würde durch den einheitlichen Aufsichtsansatz mittelfristig eine große Veränderung erfahren.

Der stärkere Wettbewerb über die nationalen Grenzen hinweg würde langfristig unweigerlich zu durchaus gewollten Konzentrationsprozessen führen. Diese Entwicklung sollte vielen bereits aus der Zeit bekannt sein, als die Europäische Union einen gemeinsamen Wertpapiermarkt schuf. So verfolgte man mit der damaligen Finanzmarkttrichtlinie bereits das Ziel, durch mehr Transparenz den Wettbewerb zu erhöhen, was dann auch zu Konzentrationsprozessen im Markt führte.

Kosteneinsparung für große KVGs

Gerade größere Kapitalverwaltungsgesellschaften könnten von Kosteneinsparungen profitieren, wenn die nationale Regulierung wirklich wegfällt. Für sie würden etwa die enormen Kosten verschwinden, die durch nationales „Goldplating“ entstehen. Damit ist gemeint, dass die Kapitalverwaltungsgesellschaften spezielle nationale Regelungen auf die Produkte anwenden müssen, damit sie die Produkte dann in den verschiedenen Ländern vertreiben können. Dies würde zwangsläufig zu einem Wettbewerbsvorteil gegenüber kleineren Verwaltungsgesellschaften führen. Als Folge gäbe es weniger Produkte mit größeren Volumina.

Unklar ist jedoch, ob mittelfristig mit dieser Maßnahme tatsächlich mehr Kapital in die EU fließen würde beziehungsweise mehr Kapital für die genannten Zwecke zur Verfügung stünde. Denkbar ist jedenfalls, dass Produkte aufgrund größerer Vergleichbarkeit und niedrigerer Kostenquote für den Investor zunächst kostengünstiger werden. Weiterhin mag das Interesse der Investoren an derartigen Investmentprodukten steigen, was dann auch zu mehr Kapital für diese Zwecke führen würde.

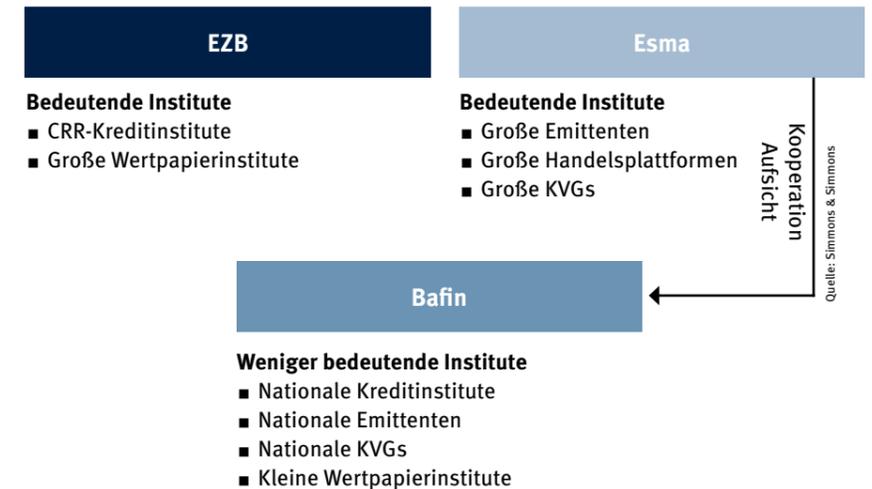
Gefahr einer Doppelregulierung

Unklar bleibt zudem, ob dies zu reduzierten bürokratischen Hemmnissen führt. Immerhin ließen sich im Rahmen der Bankenaufsicht schon Erfahrungen sammeln. Diese Erfahrungen zeigen, dass eine weit entfernte Aufsicht, die nur mittelbaren Zugang zu dem beaufsichtigten Subjekt hat, oftmals noch bürokratischer agiert, weil sie die konkreten Notwendigkeiten des jeweiligen Marktumfelds nicht mehr kennt.

Der Status quo



Der Vorschlag von Mario Draghi



Vage bleibt der Bericht auch in Bezug auf die notwendige Abschaffung bestehender nationaler Regulierung, die mit der Schaffung einer direkten europäischen Aufsicht einhergehen muss, denn sonst droht im schlimmsten Fall eine vollständige Doppelregulierung, wie wir sie heute in Teilen bereits haben.

Debatte muss noch geführt werden

Ob die Europäische Union den europäischen Kapitalmarkt wirklich hin zu einer echten Kapitalmarktunion umbauen kann, ist derzeit nur schwer zu prognostizieren.

Wenn der Weg dorthin aber weiter beschritten werden soll, dürfte die Schaffung einer europäischen „Superaufsicht“ unausweichlich sein. Die Diskussion um eine zentrale Aufsicht hat bereits Fahrt aufgenommen. Interessanterweise ist die Debatte in Luxemburg und Irland, zwei der wichtigsten Fondsstandorte Europas, bereits in vollem Gange, während sie in Deutschland bislang kaum geführt wird. Die Finanzindustrie hierzulande sollte sich frühzeitig auf die vorbereiten und die möglicherweise veränderten Chancen sowie Risiken genau abwägen. ■



Das Europäische Parlament: Geht es nach Ex-EZB-Präsident Mario Draghi trifft künftig die Esma mehr Entscheidungen als die Bafin



Jochen Kindermann ist Partner und Spezialist für Bank- und Kapitalmarktrecht bei der Kanzlei Simmons & Simmons am Standort Frankfurt. Er berät Finanzakteure zu aufsichtsrechtlichen Fragestellungen und insbesondere zu Compliance-Themen.

„FAMILY OFFICES MÜSSEN IN DER SZENE SICHTBAR SEIN“

Der Einstieg in die Assetklasse Venture Capital ist für Family Offices nicht leicht. Im Interview erklären Angela De Giacomo und Philipp von dem Knesebeck vom Venture-Capital-Fonds Vinthera, welche Ressourcen nötig sind und welche Fehler Family Offices bei Start-up-Investments machen

Angela De Giacomo startete als Investmentchefin für das Evalue Family Office von Serienunternehmer und Investor Thomas Falk. Heute arbeitet sie mit ihm und Philipp von dem Knesebeck bei Vinthera. De Giacomo ist zudem Autorin von „The Venture Capital Playbook“, kürzlich erschienen im Verlag Frankfurter Allgemeine Buch.



FOTO: MARKUS BACK

private banking magazin: Vermögende Familien investieren häufiger in deutsche Start-ups, zeigt eine aktuelle Studie von EY. Laut Daten von Preqin ist wiederum das Interesse von Family Offices an Private-Equity- und Venture-Capital-Fonds gesunken. Deckt sich das mit Ihrer Erfahrung?

Angela De Giacomo: Familien investieren wieder mehr direkt in Start-ups. Die Zahl der Beteiligungen von Family Offices ist also gegen den Trend im Sektor gewach-

sen. Was wir aber in Gesprächen mit Familien wahrnehmen, ist, dass viele in den vergangenen Jahren die unangenehme Erfahrung gemacht haben, dass sie direkte Beteiligungen abschreiben mussten. Daraus hat sich ein größeres Sicherheitsbedürfnis entwickelt. Der Appetit an der Assetklasse ist trotzdem nicht verloren gegangen. Eher schauen sich mehr Familien gerade Venture-Capital-Fonds und sogar Dachfonds an, um eine größere Diversifikation zu erhalten.

Müssen Family Offices nicht enorme Kapazitäten schaffen, um ein Venture-Capital-Portfolio aufzubauen, Deals zu finden und Unternehmen zu überwachen?

De Giacomo: Wir sehen Venture Capital als Teil einer übergreifenden Portfolio-Allokation im Zusammenhang mit einer Portfolio-Strategie. Wer sich direkt an Start-up-Unternehmen beteiligen möchte, sollte über einige Jahre ein Portfolio von 30 bis 40 Unternehmen aufbauen, um das Totalausfall-Risiko auszubalancieren und einzelnen Gewinnern zu ermöglichen, das eingesetzte Kapital um ein Vielfaches zu mehren. Eine Familie, die beispielsweise ein gesamtes Vermögen von 100 Millionen Euro besitzt und entscheidet, 5 Prozent direkt in Venture Capital zu investieren, kann damit fast nur die ganz frühe und sehr riskante Start-up-Phase abdecken. Diese Phase ist die arbeitsintensivste und auch diejenige, in der es entscheidend um den richtigen Zugang geht. Wer beides nicht hat und kein Team aufbauen möchte, sollte sich für VC-Fonds entscheiden und darüber diversifizieren.

Sie erwähnen den Personalbedarf. Wie groß sollte das Team eines Single Family Office mindestens sein, um ein Direktbeteiligungsportfolio aufzubauen?

De Giacomo: Je nach Erfahrungsgrad und Umfang des Portfolios sollte die Familie mindestens eine sehr erfahrene Person einstellen. Wenn auch mehrere Beiratssitze abgedeckt werden sollen sowie administrative und rechtliche Aufgaben, braucht es eher mehrere Personen.

Venture Capital gilt oftmals als geschlossene Gesellschaft. Wie können Family Offices in diese Branche eindringen?

De Giacomo: Wenn die Familie entscheidet, sich direkt an Start-ups zu beteiligen, muss sie in der Start-up-Szene sichtbar werden. Die Gründer müssen schließlich erfahren, dass es die Familie als potenziellen Investor gibt. Das kann gelingen, indem die Familie in den Medien oder auf LinkedIn präsent ist, an Konferenzen teilnimmt oder dort sogar spricht. Wenn sich Family Offices an Venture-Capital-Fonds beteiligen wollen, gibt es ebenfalls Konferenzen, die Begegnungen ermöglichen. Sind Fonds begehrt und überzeichnet, sind Empfehlungen wichtig.

Welche Bedeutung spielt das Netzwerk dabei, Zielunternehmen zu finden?

Philipp von dem Knesebeck: In der Anlageklasse Venture Capital, in der nur sehr wenige Unternehmen die Rendite treiben, besteht ein großes Problem in der Negativauswahl. Das heißt, die besten Chancen werden einem nicht zugetragen, sondern von Insidern an ihr Netzwerk weitergegeben. Daher ist ein starkes Netzwerk ausschlaggebend, um an die richtigen Zielunternehmen zu kommen. Eine Investition in Fonds kann helfen, um gute Unternehmen zu identifizieren und dort später direkt zu investieren.

Investoren müssen bei VC-Deals vor allem den Gründer, das Team, das Produkt bewerten. Müssen Family Offices das erst lernen? Quantifizierbare Daten gibt es schließlich selten.

von dem Knesebeck: Die Kriterien hängen stark von der Phase ab, in der sich ein Unternehmen im Wachstumszyklus befindet. In der frühen Phase gibt es tatsächlich nicht viele harte Faktoren. Die Kompetenz des Gründerteams und das Marktpotenzial sind entscheidend. Beides einschätzen zu können erfordert vor allem Erfahrung. In der Wachstumsphase, wenn es bereits zahlende Kunden gibt, bestehen greifbarere Kriterien wie Umsatzwachstum, Deckungsbeiträge und Kundentreue. Weil diese Metriken objektiv bewertet werden können, ist aber auch der Zugang zu solchen Unternehmen schwieriger. Der Wettbewerb ist größer.

Braucht es bei Direktbeteiligungen Expertenwissen über die Branche?

von dem Knesebeck: Expertenwissen können Family Offices auch durch externen Berater bekommen oder einkaufen, aber die Branche selbst einschätzen zu können ist ein Vorteil. Außer Frage steht

Philipp von dem Knesebeck ist General Partner von Vinthera. Vinthera ist ein hybrider VC-Fonds, der in VC-Fonds aus den USA investiert und mit den VC-Fonds direkt co-investiert. Von dem Knesebeck ist ehemaliger General Partner von Blue Future Partners und war davor als Banker in London und Hongkong tätig.



FOTO: NAVINA FOTOGRAFIERT

aber, dass es sinnvoll ist, ein Direktbeteiligungsportfolio zu diversifizieren.

Hauptziel von Venture-Capital-Investoren ist in der Regel ein erfolgreicher Exit. Unterscheiden sich die Exitstrategien von Family Offices von denen traditioneller Venture-Capital-Fonds?

von dem Knesebeck: Family Offices können sich meist einen längeren Zeithorizont bis zum Exit leisten. Venture-Capital-Fonds haben Fondszyklen, werben alle paar Jahre neue Fonds ein, und wollen dann häufig schon zurückgeführtes Kapital aus Vorgängerfonds zeigen.

Trifft der lange Investmenthorizont wirklich auf alle Family Offices zu? Besteht nicht bei kleineren Beteiligungsportfolios das Risiko, schnell Gewinne realisieren zu wollen?

von dem Knesebeck: Der Wunsch kann bestehen. Das Problem ist: Im Venture Capital kommen die Verluste meist zuerst, und die renditetreibenden Gewinne lassen oft lange auf sich warten.

Unternehmer sind es gewohnt, selbst zu entscheiden. Luert da Konfliktpotenzial,

wenn der Unternehmer mit seinem Family Office nur in der Beraterrolle ist?

De Giacomo: Ja, das kann vorkommen. Wie beim Autofahren sollte es nur einen Fahrer geben, und der Beifahrer darf dem Fahrer nicht einfach ins Lenkrad greifen. Um in dieser Analogie zu bleiben – am besten ist es wie beim Rallyefahren: Einer sitzt im Fahrersitz und gibt Gas, der andere liest die Karte und unterstützt dabei, dass der Fahrer sein volles Potenzial entfalten kann.

Ein autoritärer Unternehmer nimmt aber ungenutzten Platz auf dem Beifahrersitz ein . . .

De Giacomo: Konflikte können nicht ausgeschlossen werden. Doch viele Unternehmer suchen in jungen Unternehmern und Unternehmerinnen nach Charaktereigenschaften, die sie von sich selbst kennen. Wenn sie diese Person finden, dann unterstützen sie sie, weil sie den Esprit und die Schaffenskraft wiedererkennen – und möglicherweise auch den unbändigen Hunger, mit der Unternehmung erfolgreich zu werden. ■ Das Gespräch führte Clemens Behr



Das ganze Interview können Sie hier lesen: private-banking-magazin.de

KORNWESTHEIM TRIFFT SINGAPUR

Es gibt sie: die Fonds, deren Manager und Strategien aus der Masse hervorstechen. In unserer Serie „Fondsanalyse deluxe“ stellen dieses Mal Carsten Riester und Kevin Steiger von W&W Asset Management einen exotischen Value-Spezialisten vor



Fotomontage aus Kornwestheim im Vorder- und der Skyline von Singapur im Hintergrund: Während W&W Asset Management in Baden-Württemberg sitzt, arbeiten die Manager ihres Fonds-Fundstücks in Singapur

FOTO: CANVA/JINGO KRÖNER, STADTVERWALTUNG KORNWESTHEIM

Ein Value-Investment, noch dazu beheimatet in der südostasiatischen Region, gehört sicherlich zu den spezielleren Investmentthemen. Dessen ungeachtet weckte die Strategie bereits vor einigen Jahren unsere Neugier. Auslöser war ein persönliches Gespräch, eingefädelt von Freedom Asset Management, einem Consultant-Haus von der britischen Insel. Zusammen mit Ferry Hartoyo, dem Direktor für Research von Santa Lucia Asset Management – abgekürzt wird aus dem Namen ein bezeichnendes Slam – aus Jakarta, besuchte das Team uns in unseren Büros in Kornwestheim. Dieses Treffen im Oktober 2018 markierte für uns den Beginn einer guten Zusammenarbeit.

Insgesamt verwaltet Slam aktuell rund eine Milliarde US-Dollar für verschiedene Family Offices, High Net Worth Individuals, Institutionen sowie einen renommierten Staatsfonds. Mit etwas mehr als 20 Mitarbeitern positioniert sich der Asset Manager als Value-Investor. Der Flagship-Fonds ist der CIM Dividend Income Fund. Die maßgeblich vom Mitgründer James Morton geprägte Geschichte reicht bis ins Jahr 2001 zurück. Die ursprünglich in London basierte Firma wurde gegründet als CIM Investment Management Limited, benannt nach den drei Gründungspartnern Cundill, Ivanovic und eben Morton. Nachdem der Name CIM in Singapur bereits anderweitig vergeben war, benannte Morton nach deren Umzug von London nach Singapur das Unternehmen 2011 in Santa Lucia Asset Management um. In Anlehnung an die Heilige Lucia von Syrakus will das Team von Slam für seine Investoren Licht ins Dunkel bringen – gerade im vielschichtigen asiatischen Aktienmarkt. Im Jahr 2021 kam es zum Zusammenschluss mit Florian Weidingers Unternehmung und Team von Hansabay in Singapur und Taipeh, seitdem zählt Slam zu den größten Investmentboutiquen vor Ort.

Das Management-Team

James Morton ist ein britischer Investor mit gut 40 Jahren Erfahrung in der Finanzindustrie. Mehr als 30 Jahre davon arbeitete er als Portfoliomanager. Morton legte den CIM Dividend Income Fund im Jahr 2001 auf und bestimmte fast zwei Jahrzehnte lang maßgeblich dessen Entwicklung. Seit einigen Jahren hat Florian Weidinger den Staffelstab offiziell übernommen und managt die Strategie zusammen mit seinem Team von Slam. Mittlerweile sind einige davon zu Miteigentümern im Unternehmen aufgestiegen.

Chairman James Morton hat aufgrund seiner Expertise und Bekanntheit in der Region einen nachhaltigen Einfluss, seine Methoden und Prozesse bestehen im Team fort. Der leitende Portfoliomanager, Geschäftsführer und Investmentchef Weidinger steuert den Fonds zusammen mit zwei weiteren Senior-Partnern. Weidinger kann auf ein Team von insgesamt über ein Dutzend Analysten zurückgreifen, die aus Taiwan, Indonesien und Singapur agieren. Weidinger selbst verfügt über mehr als 20 Jahre Investmenterfahrung.

Abseits des Mainstreams

Während hierzulande das konjunkturelle Umfeld und vor allem die Wachstumsaussichten moderat erscheinen, bieten andere Regionen nach wie vor ordentliche Perspektiven. Zudem profitieren diese oft von strukturellen Trends, wie etwa einer stark wachsenden, jungen und damit konsumhungrigen Bevölkerung oder auch niedrigeren Produktionskosten. Die niedrigen Kosten stellen im globalen Kontext nach wie vor einen kompetitiven Vorteil dar.

Zu diesen Wachstumsregionen zählt Asien, das – unabhängig von dem derzeit viel diskutierten China – vielerorts positive Entwicklungen und Aussichten vorweist. Volkswirte rechnen in dieser Region mit rund 4,5 Prozent pro Jahr an realem Wirtschaftswachstum für die nächsten Jahre. Und das bei moderaten Inflationszahlen sowie niedrigen Arbeitslosenquoten. Trotz dieser Aussichten zeigt gerade China, dass diese heterogene Region für Investoren auch erhebliche Risiken birgt. Deshalb be-

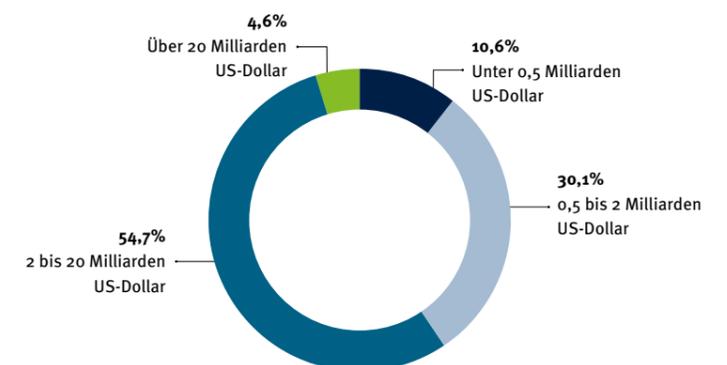
vorzugen wir dort aktive Ansätze. Nachdem lange Zeit Growth-Aktien der Markt dominierten, lohnt unseres Erachtens – gerade im asiatischen Markt – ein Blick auf die Faktoren Value und Dividende. Zerlegen Investoren langfristige Renditeerwartungen für Aktienmärkte, sollte neben Gewinnwachstum und Bewertung auch die Dividendenrendite eine Rolle spielen. Die Dividenden haben – wie es der Name des Fonds schon vermuten lässt – beim CIM Dividend Income Fund eine wichtige Bedeutung. Für unser Portfolio erachten wir den Fonds durch seinen Fokus auf Value-orientierte Dividendenaktien als sinnvollen und diversifizierenden Portfoliobaustein.

Asiatische Dividendenperlen

Als Fondsanalysten suchen wir aktive Manager mit nachweislich gutem Track Record, wenn wir Zielfonds selektieren. Der Analyse des Investmentprozesses kommt dabei eine besondere Bedeutung zu. Der Prozess sollte für uns transparent sein, sich aber auch von der Masse der Anbieter abheben. Die Stockpicker von Slam wollen zunächst die Unternehmen und deren Geschäftsmodelle verstehen. Dazu gehört neben dem Verständnis für das Zahlenwerk auch das für das jeweilige Geschäft, die dahinterstehenden Personen, die Unternehmenskultur und den Einfluss aktueller und künftiger Entwicklungen auf die Gewinne. Erst wenn diese Vorarbeiten gemacht sind, taucht das Slam-Team tiefer ein, um die Perlen zu finden, die das Portfolio bereichern. Um die Aktien auszuwählen, screenen die Slam-Analysten zunächst ein Grunduni- ▶

Marktkapitalisierung der Portfoliounternehmen im Überblick

Über die Hälfte der Unternehmen, an denen sich das Fondsmanagement beteiligt, hat eine Marktkapitalisierung von 2 bis 20 Milliarden US-Dollar



Quelle: Schätzungen von SLAM Stand: 30. September 2024

versum von 500 bis 700 Titeln. Dafür ziehen sie eine Minimumdividende von 6 Prozent sowie Bilanz- und Bewertungskennzahlen wie das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) oder Kurs-Buchwert-Verhältnis (KBV) heran.

Ein zentrales Prinzip ist die „Margin of Safety“. Investiert wird nur dann, wenn eine ordentliche Sicherheitsmarge besteht – das bedeutet: Der Preis muss einen großen Abschlag zum langfristigen Substanzwert aufweisen. Auch sollte das technische Bild der Aktie passen. Zwar ist das kein maßgeblicher Fokus, aber die technische Analyse sieht das Slam-Team dennoch als hilfreiche Ergänzung. Im nächsten Schritt bewertet das Team dann eigentlich erst das Unternehmen, um unter anderem den Discount zum aktuellen Preis zu ermitteln, und um die wesentlichen Performance-Indikatoren festzulegen. Zentraler Punkt sind dabei persönliche Gespräche mit dem Management und anderen Personen. Diese dienen auch dazu, kritische Themen außerhalb der Bilanz ausfindig zu machen, wie beispielsweise Interessenskonflikte. Dadurch kann das Team die Geschäftsführer und ihr Unternehmen besser einschätzen. Insgesamt führt das Slam-Team über 700 Meetings pro Jahr durch. Unter anderem können die Analysten so besser abklopfen, wie es das Unternehmen mit Minderheitsaktionären hält.

Slam erweiterte das Team für die Analyse und das aufwendige On-the-Ground-Research in den vergangenen Jahren sukzessive und mehrsprachig. Eine Entwicklung, die auch in unserer Analyse positiv ins Gewicht fällt. Denn: Wir wollen von unseren Zielfondsmanagern sehen, dass sie sich administrativ, aber auch prozessual konsequent weiterentwickeln. Zurück zum Slam-Investmentprozess: Nach der Unternehmensanalyse ordnen die Slam-Portfoliomanager die Aktien in den makroökonomischen Zusammenhang ein. Ziel ist es, herauszufinden, ob ein Unternehmen in das aktuelle Aktienmarkt- und Wirtschaftsumfeld passt. Schließlich könnten auch externe Herausforderungen auf dem Management und letztlich auch auf den Gewinnen lasten. Um das einschätzen zu können, zieht das Slam-Team hierfür Sektorentrends, länder- und regionenspezifische Entwicklungen heran, aber auch ESG-Kriterien. Gerade im Bereich Nachhaltigkeit hat Slam in den vergangenen Jahren die interne ESG-Analyse weiterentwickelt. Auch ein konstruktives Engagement gehört dabei zum Investmentansatz. Abschließend bewertet das Slam-Team die Unternehmen relativ. Dazu stellen

Spezialisten-Boutique aus Fernost

Aus CIM wurde vor einigen Jahren Santa Lucia Asset Management. Beim Fonds blieb der Name CIM – und auch die Strategie, als Florian Weidinger das Steuer im Portfoliomanagement übernahm

CIM Dividend Income

Strategie:	Aktienfonds Asien/Pazifik	Porfoliodaten	
ISIN:	IE00BFXSoD88 (Insti-Tranche)	Anzahl Positionen:	60
Gesellschaft:	Santa Lucia Asset Management	Performance p.a. (3 Jahre):	11,1 Prozent
Fondsmanager:	Florian Weidinger	Performance p.a. (5 Jahre):	11,4 Prozent
Fondstyp:	Icav	Volatilität:	14,3 Prozent
Auflegungsdatum:	26. Juni 2018	Dividendenrendite:	8,8 Prozent
Fondsvolumen:	666 Millionen Euro	Sharpe Ratio (3 Jahre):	0,6
Laufende Kosten:	1,09 Prozent	Kurs-Gewinn-Verhältnis:	6,1

Sektor-Allokation	in Prozent
Finanzdienstleistungen	29,5
Industrie	14,5
Immobilien	10,0
Defensive Konsumgüter	9,5
Grundstoffe	9,2
Zyklische Konsumgüter	9,1
Kommunikationsdienstleistungen	8,4
Versorger	4,6

Top-Holdings	in Prozent
JB Financial Group	5,6
China Communications Services	4,5
Capitaland India Trust Units Reit	4,1
China Hongqiao	4,0
NH Investment & Securities	4,0
First Pacific	3,9

Stand: 31. August 2024

Quelle: Morningstar

Mit Value in Kornwestheimer Portfolios

Asien verschreckte zuletzt den ein oder anderen Investor. Value aber auch. Die Kombination aus Value und Asien kann sich dagegen sehen lassen



Stand: 18. Dezember 2024

Quelle: FWW Fundservices

die Analysten den eigenen Investment Case dem Marktkonsens und den Analystenmeinungen gegenüber. Damit prüft Weidinger weniger die Unternehmen final, sondern gleicht vielmehr ab, um das Potenzial einer Aktie zu verifizieren. Wir denken, dass dieser kritische Review gerade für Value-Investoren wichtig ist: Unternehmen in diesem Segment haben es meist schwerer in der Wahrnehmung des Markts. So finden sich im Fonds Aktien mit guten Bilanzen, oft in Form von einer Netto-Kasse nach Abzug der Verbindlichkeiten, einer nachhaltigen Dividende, die durch eine mögliche theoretisch zahlbare Dividende gedeckt ist, einem realistischen Umsatzwachstum von 5 bis 15 Prozent sowie einem Dividendenwachstum von mindestens 5 Prozent pro Jahr.

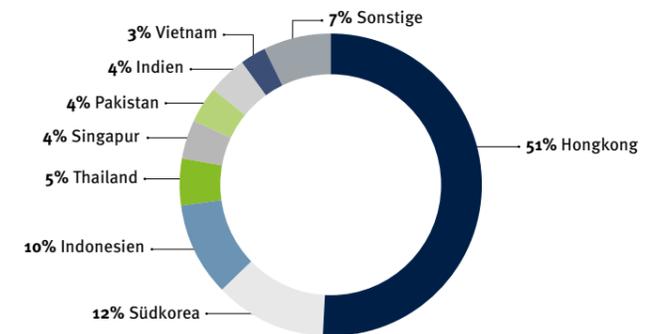
Das Portfolio

Um das Portfolio der Strategie und dessen Struktur zu verstehen, muss man sich die Leitplanken für die Portfoliokonstruktion anschauen. Um es zu diversifizieren, halten die Portfoliomanager zwischen 40 und 60 Positionen. Die Slam-Portfoliomanager können weitere Aktien kaufen, beginnen dann aber mit kleinen Positionen, die sie mittelfristig ausbauen wollen. Die zehn größten Positionen umfassen 35 bis 45 Prozent des Fondsvermögens. Die Gewichtungen der einzelnen Aktien spiegeln die Überzeugung der Slam-Portfoliomanager wider. Wie bei Value-Investoren üblich, hat das Portfolio ein niedriges KGV. Historisch bewegte sich das KGV des Portfolios in einer Spanne zwischen 5 und 11. Aktuell liegt es bei unter 7 für 2025.

Beim Blick in das Portfolio überraschen zwei Übergewichte. So dominiert China auf der Länderseite und Banken liegen bei den Sektoren vorn. Die Slam-Portfoliomanager bevorzugen derzeit vor allem südkoreanische Banken, da diese besonders von der Governance-Reform im Land profitieren. Die Reform soll zu einer größeren Aktionärsfreundlichkeit, besseren Unternehmensentwicklungen, höheren Cashflows und damit letztlich stabilen und steigenden Dividendenzahlungen beitragen. Interessanterweise gibt es keine einzige chinesische Bank im Portfolio. Wenn die Portfoliomanager in China investieren, dann maßgeblich über die Börse in Hongkong. Sie fokussieren sich auf Unternehmen mit breit angelegten Geschäftsmodellen. Darunter finden sich staatsnahe gelistete Unternehmen, die gerade besonders ihre Effizienz und Profita-

China dominiert das Fondsportfolio

Auch wenn es um China Bedenken gibt: Im Fonds dominiert das Land, in entsprechende Aktien investiert das Management über den Handelsplatz Hongkong



Quelle: Schätzungen von SLAM Stand: 30. September 2024

bilität steigern, aber auch exportorientierte Unternehmen – allerdings ohne nennenswerte Geschäfte in den USA.

Das Fazit

Lange Zeit galten asiatische Aktienmärkte als klassische Wachstumsregion. Investoren bedachten sie mit Vorschusslorbeeren. Mittlerweile macht sich Ernüchterung breit. Insbesondere aufgrund eines schwächelnden Chinas, aber auch wegen der lokalen Unterschiede. Also stellt sich die Frage, inwieweit diese Region eine Bedeutung in den Portfolios der Anleger haben sollte. Die Bewertungen in der Region erscheinen oft noch interessant, besonders im Vergleich zu den westlichen Industriestaaten. Auch die Tatsache, dass

viele Anleger derzeit unterallokiert sind, sollte nicht außer Acht gelassen werden. Der CIM Dividend Income Fund agiert seit vielen Jahren in diesem ambitionierten Umfeld. Seine etablierte Value-Strategie mit Fokus auf dividendenstarke Titel passt unseres Erachtens gut in eine Zeit, in der Growth für viele Investoren das Maß der Dinge zu sein scheint. ■

Hinweis der Redaktion: Bei dem Artikel handelt es sich um keine Anlageempfehlung. Stattdessen soll er Anhaltspunkte liefern, wie man bei einer Fondsanalyse methodisch vorgehen kann, und einzelne Aspekte beleuchten. Eine umfassende und sorgfältige Beratung beziehungsweise Anlageempfehlung kann der Artikel nicht ersetzen.



Der Autor **Kevin Steiger** ist seit Anfang 2021 bei der W&W Asset Management. Dort ist er im Team Managerselektion/Fondsresearch als Portfoliomanager und Fondsanalyst tätig. Vor seinem Wechsel zur W&W Asset Management war er unter anderem als Senioranalyst bei der Stuttgarter Fondsboutique Smart-Invest tätig.



Der Autor **Carsten Riester** ist seit gut 20 Jahren bei der W&W Asset Management, dem Asset Manager der Wüstenrot & Württembergischen. Dort ist er Leiter der Gruppe Managerselektion/Fondsresearch, die unter anderem Dach- und Superfonds-Mandate mit einem Volumen von knapp 700 Millionen Euro verantwortet. Zuvor leitete er ein Team von Aktienanalysten bei der DZ Bank.

Wand, Banane, Duct Tape – fertig ist das Kunstwerk. „Comedian“ erhitzte die Gemüter, war aber außerordentlich lecker



Krypto-Milliardär isst 6-Millionen-Dollar-Banane

TOTAL BANANE: Wie viel Wut kann eine Banane auslösen? „Ja“, würde es wohl in den sozialen Medien heißen. Eine der berühmtesten Bananen der Welt heißt „Comedian“. 2019 klebte sie der Künstler Maurizio Cattelan mit Duct Tape an eine Wand. Auf der Art Basel Miami Beach sorgt die Banane für so viel Aufregung, dass sie zum Sicherheitsrisiko wird und abgehängt werden muss. „Comedian“ geht viral und mischt nicht nur die Kunstwelt auf. Kein anderes Kunstwerk des 21. Jahrhunderts hat laut Sotheby's so viele Skandale ausgelöst. Fünf Jahre später geht die Banane wieder viral: Im November 2024 versteigerte das Auktionshaus Sotheby's „Comedian“ für 6,2 Millionen US-Dollar. Den Zuschlag erhält Justin Sun, Gründer der Kryptowährungsbörse Tron. Dieser verkündet prompt, die Banane „als Teil dieser einzigartigen künstlerischen Erfahrung“ zu essen, „um ihren Platz in der Kunstgeschichte und in der Populärkultur zu würdigen“. Aber Sun ist nicht der Erste, der die Banane isst. Schon auf der Art Basel konnte ein Besucher nicht widerstehen. Banane und Tape wurden regelmäßig ersetzt. Sun erhielt statt des Originalkunstwerks ein Zertifikat, das ihm erlaubte, eine ausgehängte Banane und das Klebeband auf seiner Wand als Original-Kunstwerk von Maurizio Cattelan zu reproduzieren. Geschmeckt hat „Comedian“ laut Sun viel besser als gewöhnliche Bananen.



Willkommen im Metaverse: Karrieremesse im eigenen Zuhause der Bewerber

FOTO: PBM

Reale Mitarbeiter aus virtueller Welt

METVERSE: Neue Mitarbeiter über Stellenanzeigen oder auf Karrieremessen suchen? Etwas altbacken, dachte sich die DZ Bank und lud ins Metaverse ein. In der interaktiven virtuellen Welt konnten potenzielle Bewerber Infostände besuchen, Mini-spiele spielen, Vorträgen folgen und Mitarbeiter kennenlernen. Und nicht nur die DZ Bank: Die Deka hat ihren Karrieretag schon im Vorjahr ins Metaverse verlegt.



FOTO: CANVA

Rom: ein Ziel des Orientexpresses

Zugfahren im Smoking

SEHNSUCHT: Wem die legere Kleidung der anderen Zuggäste ein Gräuel ist, der sollte eine Fahrt mit dem La Dolce Vita Orientexpress buchen. Hier sind Flip-Flops verboten und Abendgarderobe im Speisewagen erwünscht. Ab April 2025 sind Reisen durch Italien möglich. Für die Touren zwischen zwei und drei Tagen zahlt man mindestens 4.700 Euro pro Person. Dafür erwartet die Fahrgäste Luxus wie die Drei-Sterne-Küche von Bordkoch Heinz Beck.



Solaranlagen belasten durch erzeugte Überschüsse häufig die Stromnetze

FOTO: CANVA

Digitale monetäre Fotosynthese

MARKTGLEICHGEWICHT: Manchmal sind zwei Probleme besser als eins, wenn sie sich gegenseitig lösen. Ob das funktioniert, testet das Bankhaus Metzler gerade in einem Pilotprojekt in Kooperation mit der Telekomtochter MMS. Die Probleme: Bitcoin-Mining verbraucht viel Energie, und erneuerbare Energiequellen erzeugen oft Überschüsse. Können Bitcoin-Miner Energieangebot und -nachfrage ausgleichen? MMS betreibt die Mining-Server. Das Bankhaus Metzler hilft bei der Analyse und eruiert weitere Möglichkeiten.



Papst Franziskus steht vor schwierigen Entscheidungen

FOTO: IMAGO / ABACAPRESS

Papst in Sorge um Rentensystem

WELTLICHE SORGEN: Der Vatikan steckt in finanziellen Nöten und hat Sparmaßnahmen verordnet: So mussten die Kardinäle Gehaltskürzungen hinnehmen. Hinzu kommt, dass der vatikanische Pensionsfonds die Pensionsverpflichtungen für künftige Generationen mittelfristig nicht garantieren kann. Papst Franziskus kündigt „schwierige Entscheidungen“ an. Informationen über den „Fondo Pensioni Vaticano“ sind rar. Nach Schätzungen des Vatikans belaufen sich die Nettverbindlichkeiten des Pensionsfonds auf 631 Millionen Euro. Die genaue Bilanz des Fonds ist nicht öffentlich.

Verspiegelte Dachterrasse

UMBAU: Die UBS hat ihre Niederlassung in Monaco modernisiert. Unter Leitung des französischen Architekten Jean Nouvel wurde die Villa Belgica in der Avenue de Grande-Bretagne 2 umgebaut. Auf 1.700 Quadratmetern bietet das Gebäude nun Platz für rund 90 Mitarbeiter, primär aus dem Wealth Management. Der Umbau unter Nouvel verbindet die historische Belle-Époque-Architektur mit moderner Funktionalität. Das High-light sind die oberen drei Etagen mit der Dachterrasse, deren verspiegeltes Dach die Umgebung und das Meer reflektiert, sowie der Gastronomiebereich unter Leitung der italienischen Familie Lovisolo, die für ihre mediterrane Küche mit ligurischen Wurzeln bekannt ist. Die Innenarchitektur kommt vom Designbüro Bel Ciel, das auf Materialien wie Edelhölzer und Leder gesetzt hat. Geleitet wurde das Projekt von der Michel-Pastor-Gruppe. Drei Jahre hat der Umbau nach Angaben der UBS gedauert. Zu den Kosten wollte sich die Bank nicht äußern.

Die modernisierte Villa Belgica in der Avenue de Grande-Bretagne 2



FOTOS: UBS

VIELSAITIGES DEPOT

Am Kapitalmarkt sollten sich Investoren nicht von ihren Gefühlen leiten lassen – bei Streichinstrumenten ist das hingegen erlaubt, wenn nicht sogar geboten



Christian Reister, Co-Gründer und Geschäftsführer von Violin Assets. Das Unternehmen ermöglicht Investitionen in Streichinstrumente

Der Nebel hängt tief über Montevideo am 12. Juli 1963. Der Luftverkehr liegt lahm. Seit dem frühen Morgen wartet Amadeo Baldovino, weltbekannter Cellist im Trio di Trieste, darauf, die Reise nach Argentinien antreten zu können. Am Abend nehmen er und seine Musikkollegen die Nachtfähre nach Buenos Aires – die einzige Möglichkeit, um pünktlich zum nächsten Konzert in Rosario zu gelangen. Eine folgenschwere Entscheidung: Um

4.30 Uhr bricht Panik an Bord aus. Die Fähre ist auf ein gesunkenes Wrack gelaufen. Die Passagiere rennen an Deck, Baldovino mit seinen Cellokoffer unter dem Arm. Darin: das „Mara“, ein Cello aus dem Jahr 1711, das aus den Händen des Geigenbauers Antonio Stradivari stammt.

Schwimmwesten werden verteilt, Rettungsboote zu Wasser gelassen. „Ich weiß nicht mehr genau, wann ich das Mara stehen lassen habe. Mein Überlebensinstinkt übernahm das Kommando“, schreibt der Cellist später in einem Brief. Doch genau wie er überlebt auch sein Instrument die Havarie. Das Cello, aus dem Wasser des Rio de la Plata gerettet, wird zum Mythos. Heute wird sein Wert auf 8 Millionen US-Dollar geschätzt, wobei gut möglich ist, dass Investoren ein Vielfaches bezahlen würden, käme das Instrument auf den Markt. Emotionen sollten beim Investieren zwar eine untergeordnete Rolle spielen – bei Instrumenten ist das aber schwierig, wie die Geschichte der Mara zeigt. „Klar ist es ein leidenschaftliches Thema, Streichinst-

umente mit Investieren zu verbinden“, sagt Christian Reister, Mitgründer und Geschäftsführer von Violin Assets. Das Unternehmen vermittelt hochwertige Streichinstrumente und verwaltet Instrumenten-Portfolios für vermögende Privatinvestoren, Family Offices und Stiftungen. Die von Reister vermittelten Instrumente landen aber nicht nur im Tresor, sondern auch im Konzertsaal. Violin Assets und die Instrumentum Foundation bringen Musiker und Instrument, beziehungsweise Investor, zusammen. „Die Liebe zur Musik spielt bei der Investition in Streichinstrumente meist mit“, so Reister. Investoren, die eine Leidenschaft für Musik haben, sehen das Instrument nicht nur als Kapitalanlage, sondern auch als Kulturgut, Kunstwerk und Möglichkeit, Musiker zu fördern. Talentierte Musiker stoßen irgendwann an die Grenzen ihres Instruments. Ihnen können Investoren weiterhelfen. So passierte es dem bekannten Violinisten Daniel Hope. Der Brite bekam eines Tages unverhofft einen Anruf einer Investorin: Sie

wolle eine Geige als Wertanlage kaufen. Er dürfe auf dem Instrument spielen, die Geige sogar aussuchen. Hope entschied sich für eine Giuseppe Guarneri del Gesù von 1742, auf der vor ihm einst der 1861 verstorbene Virtuose Karol Lipinski spielte. „Für Musiker ist es kaum mehr möglich, sich diese Instrumente zu leisten, weil die Preisexplosion wahnsinnig ist“, sagte Hope gegenüber der Deutschen Welle, der er die Geschichte erzählte. Dem Geiger verhalf seine Bekanntheit zu dem Instrument. Doch gerade junge, aufstrebende Musiker sind auf Stipendien und Stiftungen angewiesen.

„Die Symbiose zwischen Investor und Künstler fördert nicht nur die musikalische Exzellenz, sondern kann auch zu einer zusätzlichen Wertsteigerung des Instruments beitragen, da es durch die Bekanntheit und das Prestige an Wert gewinnen kann“, sagt Reister. Carolina Maggiore von der Instrumentum Foundation ergänzt: Durch das regelmäßige Spiel und die Präsenz auf internationalen Bühnen werde das Instrument nicht nur klanglich reifer, sondern gewinne auch an kulturellem und historischem Wert – und damit an Anziehungskraft für künftige Investoren, Mäzene und Sammler.

Violinen auf der Blockchain

Besondere Faszination lösen seit jeher die Geigen von Antonio Stradivari, Giuseppe Guarneri del Gesù und von Giovanni Battista Guadagnini aus. Die großen Meister aus dem norditalienischen Cremona lebten im 17. und 18. Jahrhundert. Ihre Streichinstrumente gelten noch heute als die besten der Welt und werden für Unsummen gehandelt. 2022 ersteigerte der deutsche Stargeiger David Garrett eine Guarneri für 3,5 Millionen Euro, eines von 200 Instrumenten des Geigenbauers, die weltweit noch im Umlauf sind. Damit machte Garrett quasi ein Schnäppchen: 2010 wurde eine Guarneri del Gesù für 18 Millionen Dollar versteigert – der höchste Preis, der je für eine Violine bezahlt wurde.

„Das obere Preissegment ist für die meisten Musiker unerschwinglich geworden“, sagt Peter Horner, Vorsitzender von Brompton's, ein auf Instrumente spezialisiertes Auktionshaus. Das führe dazu, dass Musiker auf moderne italienische Hersteller wie Fagnola oder Poggi oder französische Geigenbauer wie J.B. Vuillaume oder Nicolas Lupot ausweichen. Und noch ein Markt hat profitiert: „Der Bogenmarkt ist sehr le-

bendig geworden, denn ein Geiger kann es sich nicht leisten, eine Guadagnini zu kaufen“, so Horner. Wohl aber einen großartigen Bogen, was zu einem enormen Preisanstieg insbesondere bei Bögen angesehener französischer Hersteller geführt habe.

Neben Bögen haben Investoren noch eine andere Möglichkeit, Teile eines Instruments zu erwerben und so geringere Summen zu investieren: über Token. Diesen Service bietet beispielsweise Finexity. Das Hamburger Unternehmen tokenisierte 2022 eine Violine von Jean-Baptiste Vuillaume. Sie war weltweit die erste Violine, die auf einer Blockchain als Kapitalanlage zugänglich gemacht wurde – für eine Mindestinvestitionssumme von 500 Euro. Die Violine wurde an das Philharmonische Staatsorchester Hamburg verliehen und ist dort regelmäßig zu hören. Die Vorteile: Im Gegensatz zu konventionellen Verbriefungen werden Intermediäre durch die Blockchain ersetzt. Das spare Emissionen, Kosten und Zeit, sagt Finexity-Vorstand Paul Huelsmann. Zudem sei die Aufbewahrung risikolos. „Das Asset Management, einschließlich Lagerung, Versicherung, Verleih und Exit, übernimmt der Emittent mit spezialisierten Partnern – der Anleger selbst muss sich also nicht darum kümmern. Darüber hinaus bietet der Sekundärmarkt einen flexiblen Handel bis zum finalen Exit“, erklärt Huelsmann. Das mache den Instrumentenmarkt zugänglich für Investoren, die geringere Summen investieren wollen und liquider.

Mehr Transparenz

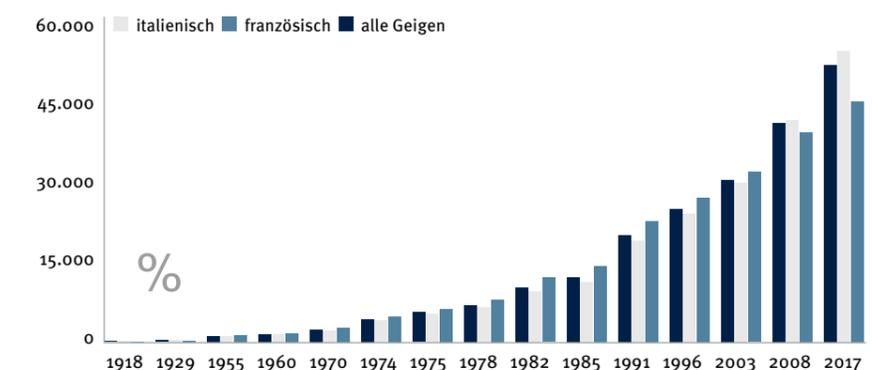
Nicht handelbar sind hingegen die NFTs (Non Fungible Token) von Vountain. Sie ermöglichen indes, Informationen über eine Geige manipulationssicher und dezentral auf einer Blockchain zu speichern. „Wir sammeln sämtliche Informationen zu einem Instrument. Dazu gehören dendrochronologische Gutachten, CT-Untersuchungen, Spektroskopie, Lackanalysen über Materialien und Beschaffenheit“, sagt Sandro Pittalis, Gründer und Geschäftsführer von Vountain. Auch historische Briefe oder handschriftliche Notizen machten die Provenienz eines einzigartigen Instruments aus. All dies auf NFTs fälschungssicher zu dokumentieren, mache den Markt transparenter und liquider.

Und das ist nötig, denn mangelnde Transparenz ist eine der größten Schwächen des Instrumentenmarkts. Laut Peter Mörth, Geigenbauer vom Atelier Mörth, gibt es Geigenbauer, die bereit sind, überhöhte Wertbestätigungen auszustellen, für Investoren, die „von Instrumenten nichts verstehen“. „Da geht es um den Glauben, um die Hoffnung, um irgendwelche Versprechungen“, sagt Mörth. „Der, der das korrigiert, ist der Buhmann vom Dienst.“

Hinzu komme, dass nicht die Investoren und Mäzene, sondern oft die Musiker die Versicherungsprämien zahlen. Je teurer das Instrument, desto höher die Prämien. „Auch die Reparaturkosten steigen mit dem Wert, da die Verantwortung wächst“, so Mörth. Diese zu Unrecht höheren Kosten würden auf die Musiker abgewälzt. ➤

Wert exklusiver Violinen hat sich vervielfacht

Laut Fuchs-Taxe stieg der Wert von Violinen der Weltspitze seit 1907 jährlich um mehr als 6 Prozent. Die Taxe ist ein international anerkanntes Referenzwerk zur Preisbestimmung von Streichinstrumenten, die jüngste Auflage stammt aus 2017



Quelle: Violin Assets basierend auf Albert Fuchs, Taxe der Streichinstrumente, 1.-17. Auflage)

„Mäzene, die durch indiskretes Handeln den Marktpreis eines Instruments nach oben treiben, machen zumindest aus Sicht der Musiker einen Fehler“, stimmt Tim Vogler zu, Professor für Streichkammermusik an der Hochschule für Musik und Darstellende Kunst Frankfurt am Main (HfMDK).

Besonders bei historischen oder wertvollen Instrumenten besteht die Gefahr, für ein minderwertiges Stück zu viel zu bezahlen. „Den tatsächlichen Wert eines Instruments ohne Fachkenntnisse zu beurteilen, birgt erhebliche Risiken – hier sollten unbedingt Experten hinzugezogen werden“, warnt Claudio Labianca, Klavierbauer und Geschäftsführer des Labianca Klavierhauses. Er ist überzeugt, dass die Expertise eines unabhängigen Gutachters oder anerkannten Experten für Käufer unverzichtbar ist. Außerdem sollten Instrumente nur über vertrauenswürdige Vertragshändler erworben werden, die Transparenz und fundiertes Fachwissen bieten, um das Risiko eines Fehlkaufs zu minimieren.

Wer aber in werthaltige Instrumente investiert, kann sein Portfolio durch die geringe Korrelation mit anderen Anlageklassen stabilisieren. Die Wertentwicklung liegt seit mehr als hundert Jahren zwischen 5 und 8 Prozent. Auch in Krisenjahren wie 2008. Einig sind sich alle Experten: Instrumente sind mehr als ein klassisches Investitionsgut. Pittalis von Vountain formuliert es so: „Historische Streichinstrumente sind für uns ein Investment mit Seele.“ ■

Katharina Erhard und Clemens Behr

„Es gibt zu wenig Instrumente für begabte Musiker“

Wie wird man Instrumenteninvestor? Und warum eignen sich Violinen als Anlage? Das erklärt Christian Reister, Geschäftsführer und Co-Gründer von Violin Assets

private banking magazin: Die Investition in Musikinstrumente ist ein Nischenthema. Wie sind Sie auf die Idee gekommen, Violin Assets zu gründen?

Christian Reister: Auf das Thema bin ich durch meine Frau gekommen, die Geigerin ist. Was ich durch sie gelernt habe, ist, dass Musiker nach klanglich hochwertigen Instrumenten suchen. Es gibt zu wenig Instrumente für begabte Musiker, die erst dann auf höchstem Niveau spielen können, wenn sie ein entsprechendes Streichinstrument zur Verfügung haben. Für mich als Bankkaufmann ist zudem faszinierend, dass Streichinstrumente hochattraktiv für Investoren sind.

Was sind die Gründe dafür?

Reister: Erstens, liegt die Wertentwicklung seit dem Jahr 1907 stetig bei durchschnittlich 5 bis 8 Prozent jährlich, während alle andere Anlageklassen

Volatilität aufweisen. Somit sind Streichinstrumente nahezu unkorreliert und, seit 1907 nachweisbar wertstabiler als Gold und Immobilien. Positiv ist auch, dass man bei Direktinvestments einen physischen Sachwert hält. Des Weiteren sind Streichinstrumente Mobilien und bieten ideale Diversifikationsmöglichkeiten, insbesondere bei hohen Immobilienquoten. Last not least die Steuervorteile: Privatinvestoren können bei Direktinvestments nach Ablauf der Spekulationsfrist von 12 Monaten den Gewinn steuerfrei vereinnahmen. Zudem gibt es bei physischen Sammlungen die Möglichkeit, diese erbschaftssteuerlich begünstigt in die nächste Generation zu übertragen. Als Sahnehäubchen obendrauf kommt das Fördern begabter Musiker, die sich diese Instrumente nicht leisten könnten; ein großer Gewinn für den Eigentümer eines Instruments. ■

Das Gespräch führte Katharina Erhard

IMPRESSUM

Verlag: Edelstoff Media GmbH, Moorfuhrweg 11, 22301 Hamburg

Telefon: +49 (0) 40 19 99-50
Telefax: +49 (0) 40 19 99-79

info@private-banking-magazin.de
www.private-banking-magazin.de

Herausgeber:
Peter Ehlers, Malte Dreher

Geschäftsführung:
Peter Ehlers

Kaufmännischer Leiter / Prokurist:
Lars Tubbesing

Chefredakteur:
Malte Dreher (V. i. S. d. P.)

Leitende Redakteure: Thorben Lippert, Lennard Klindworth (Institutionelle Kapitalanlagen)

Chefin vom Dienst:
Nadine Rehmann

Redaktion: Clemens Behr, Katharina Erhard, Max Morrison, Benita Rathjen

Autoren: Klaus Friedrich, Jens Hennes, Lars Hinrichs, Jochen Kindermann, Patrick Maurenbrecher, Carsten Riester, Henning Schröder, Kevin Steiger, Anja Stürzl, Claudia Veh

Grafik: Matthias Adams

Schlussredaktion:
Arnd Schuppius

Vermarktung:
Malte Dreher, Telefon: +49 (0) 40 19 99-64
malte.dreher@private-banking-magazin.de

Vanessa Blome, Telefon: +49 (0) 40 19 99-492
vanessa.blome@private-banking-magazin.de

Assistenz der Vermarktung:

Stephan Wormuth, Telefon: +49 (0) 40 19 99-753
stephan.wormuth@edelstoff-media.de

Nachdruckrechte/Sonderdrucke:

Jevgenia Stroiakovski, Telefon: +49 (0) 40 19 99-40
jevgenia.stroiakovski@edelstoff-media.de

Aboverwaltung private banking magazin (Leserservice):

Schloßstraße 5, 37412 Herzberg am Harz
Telefon: +49 (55 21) 85 53 60
privatebanking@vds-herzberg.de

Druck: Dierichs Druck + Media GmbH & Co KG, Kassel

Haftung: Den Artikeln, Empfehlungen und Tabellen liegen Informationen zugrunde, die die Redaktion für verlässlich hält. Die Garantie für die Richtigkeit kann die Redaktion nicht übernehmen. Dieses Magazin dient der Information und ist keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Finanzprodukten.
© 2025 für alle Beiträge und Statistiken bei der Edelstoff Media GmbH. Alle Rechte vorbehalten. Nachdruck, Aufnahme in Online-Dienste und Internet sowie Vervielfältigungen auf Datenträger wie CD, DVD etc. nur nach vorheriger schriftlicher Zustimmung des Herausgebers.

private banking kongress 2025

34. PRIVATE BANKING KONGRESS

13. Februar 2025

KÖLN

35. PRIVATE BANKING KONGRESS

02. + 03. April 2025

MÜNCHEN

36. PRIVATE BANKING KONGRESS

17. + 18. September 2025

HAMBURG

37. PRIVATE BANKING KONGRESS

12. November 2025

BERLIN



DAS SPITZENTREFFEN DER WEALTH MANAGER

Ihre Ansprechpartnerin bei Fragen:

Viktoria Delius-Trillsch, Veranstalterin

Telefon: +49 (0) 40 401 999 – 14

Mail: anmeldung@private-banking-kongress.de



ANMELDUNG & PROGRAMM

MEDIENPARTNER:

private banking magazin

DAS INVESTMENT

Veranstalter: rehblau events GmbH
Goldbekhöfe · Moorfuhrweg 11, 22301 Hamburg
Telefon: +49 (0)40 401 999 - 14 · kontakt@rehblau-events.de
www.rehblau-events.de

rehblau events



SEIT 100 JAHREN: VERMÖGENSBILDUNG FÜR ALLE

Mehr über 100 Jahre aktives Asset
Management auf mfs.com/100years.

100