



## Finanzmärkte, Corona und Leviathan

## CORONA-VIRUS: ZUERST ZU KLEIN FÜR DIE FINANZMÄRKTE UND DANN ZU GROß?

Die zu exponentiellem Wachstum neigende Ausbreitung der neuen Corona-Population machte sich ab dem 24. Februar 2020 an den Finanzmärkten weltweit in Gestalt von etwa dreiwöchigen kräftigen Kursrückgängen erstmals massiv bemerkbar. Die Ereignisse traten mit atemberaubendem Tempo viele Erwartungen, Prognosen, Hoffnungen und Befürchtungen vom Jahresanfang in die Altpapiertonne. Das galt für Finanzmärkte und Wirtschaft weltweit und noch mehr für die alltäglichen Lebensvollzüge. Denn im derzeitigen Ausnahmezustand fühlen sich die massiven geld- und fiskalpolitischen Interventionen in Anbetracht der Maßnahmen seit 2008 ff geradezu vertraut an – zumindest im Vergleich mit jenen beispiellosen Distanzierungs- und Stilllegungs-Maßnahmen, die allgemein als Lock- oder Shutdown bezeichnet werden.

Im Werk „Politische Theologie“ des so umstrittenen wie zitierbeliebten Staats- und Rechtsdenkers Carl Schmitt wird das erste Kapitel über die „Definition der Souveränität“ mit dem geflügelten Satz eingeleitet: „Souverän ist, wer über den Ausnahmezustand entscheidet.“ Schon fragen sich Beobachter, ob wir bereits in eine Phase der „Politischen Virologie“ eingetreten sind, in der, wenn nicht Fachwissenschaftler und von ihnen beratene Politiker, so doch ein Virus sich zum Schmittschen Souverän der Welt aufgeschwungen hat. Oder ist es „nur“ die Furcht vor der „Ansteckung eines jeden durch jeden“ – um Hobbes' „Krieg eines jeden gegen jeden“ zu variieren – weshalb sich die Bürger, nun selber als Souverän, freiwillig einem binnen Tagen ins Riesenhafte gewachsenen Leviathan unterwerfen?

Lassen wir die Antwort offen und wenden wir uns der wirtschaftlichen Seite von Covid-19 zu.

Makroökonomien definieren das „Eindringen“ des Corona-Virus seit Januar in die Weltwirtschaft als Angebots- und Nachfrageschock. Angebotschock, weil – zunächst in China – Produktion und Lieferketten unterbrochen wurden; Nachfrageschock, weil Konsumchancen massiv reduziert wurden – beides als Folge insbesondere von Maßnahmen der sozial-räumlichen Distanzierung. Es handelte sich zudem, wie eben bereits angedeutet, um einen gewaltigen Erwartungsschock. Dieser ging mit einem starken Anstieg der Erwartungsunsicherheit einher, die sich an den Aktienmärkten am rekordhohen Hochschießen der Volatilitätsindizes bis Mitte März auf Werte von über 90 Punkten ablesen ließ. Dem korrespondierte bei Prognosen ein abruptes Schrumpfen des in Wahrscheinlichkeiten übersetzbaren Risikobereichs und eine komplementäre Expansion des nicht mehr bezifferbaren Unsicherheitsbereichs. Die Prognostiker stocherten nun plötzlich im berühmt-berüchtigten Clausewitzschen Nebel, der im „Krieg“ gegen Corona auch an der kognitiven Front weltweit aufge-

## INHALT

### 02 Corona-Virus: zuerst zu klein für die Finanzmärkte und dann zu groß?

Titel

### 08 Risiken: Auswirkungen der Krise auf kurze und auf lange Sicht

Jürgen App

### 10 Fondsboutiquen, Fondsgesellschaften, ETF-Anbieter

Umfrage Vermögensverwalter

### 12 Zeitenwende?

Elmar Peine

### 13 Corona und die Branche der unabhängigen Vermögensverwaltung

Marco Rumpf im Gespräch

### 15 Sicherheitsmarge und Dividenden als Puffer fürs Portfolio

Frank Fischer

### 18 Ein halbes Millennium säkulare Stagnation

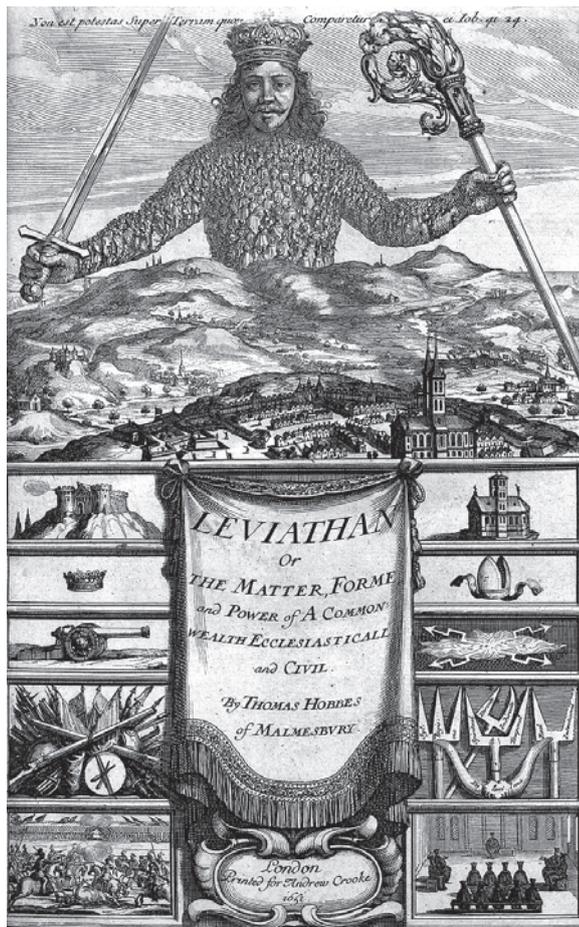
Neue Studien

### 20 firstfive – Topranking

Die besten Vermögensverwalter

zogen war. Das manifestierte sich bei professionellen Konjunkturprognosen ab Mitte März in der Ersetzung punktgenauer Schätzungen einzelner Kenngrößen – insbesondere des BIP – durch Szenario-Analysen, die auf wenn-dann-Beziehungen basieren, wobei die „wenn“-Bedingungen kausal unterbestimmt bleiben.

Im Folgenden gehen wir auf drei Aspekte des Verhältnisses der Finanzmärkte zum Corona-Virus ein. Erstens auf die Wahrnehmung und begriffliche Erfassung der Corona-Ausbreitung an den Finanzmärkten. Zweitens auf Schätzungen und Szenarien zum Wirtschaftswachstum in diesem Jahr als wichtigstem derzeitigen „Fundamentaldatum“. Drittens auf die neueste Finanzmarktstabilitätsanalyse des IWF.



Leviathan, das biblische Seeungeheuer, wird heute häufig als Sinnbild für den „starken“ Staat verwendet. Diese Metapher geht auf Thomas Hobbes' gleichnamige Schrift zurück. Das Titelbild dieser Schrift zeigt aber offensichtlich kein Seeungeheuer, sondern einen Land-Herrscherkopf, der auf einen Staatskörper aus Staatsbürgern gesetzt ist. Darin kommt zum Ausdruck, dass in Hobbes' fiktivem Modell sich die Bürger aus Einsicht in ihre beschränkte Eigensteuerungsfähigkeit immerhin freiwillig per Gesellschaftsvertrag einem Souverän unterwerfen, der erst berechenbaren Regeln zur Durchsetzung verhilft. Kann man in ähnlicher Weise den gegenwärtigen Lockdown-Staat mit freiwilliger Zustimmung der Bürger zur Delegation rationaler Selbsteinschränkung an einen externen „Souverän“ begründen? Oder hat mit dem Lockdown-Staat schon der Schmittsche Souverän (siehe Text) einen Fuß in die Tür bekommen? Fragen, die derzeit immer mehr Beobachter stellen.

## Finanzmärkte in der Corona-Krise: das kleine Ding zu spät ernst genommen?

Finanzmärkte sind informationsverarbeitende soziale Systeme, und bei solchen spielen Roh-Informationen und mehr noch Interpretationen, die diesen Roh-Informationen erst Bedeutung verleihen, die entscheidende Rolle.

### Aktienmarktperioden und Covid-19

Man kann die Finanzmarkt-Wirkung von Covid-19 am Beispiel der Aktienkursverläufe relativ einfach periodisieren und zunächst zweifach einteilen. Dieser Zweiteilung entspricht ein Umschalten, d.h. eine Diskontinuität der Interpretation des Infektionsgeschehens. Die erste Phase reichte nach dem diffus-dubiosen Bekanntwerden einer Virusausbreitung im Januar 2020 bis etwa Ende Handelswoche 8 (21. Februar). In dieser Zeitspanne sah man an den Aktienmärkten geringe bis moderate, größtenteils zeitlich oder regional beschränkte Reaktionen. Dabei lässt sich im Februar eine gewisse Divergenz zwischen den bereits corona-elastischen Regionen China /Asien mit tendenziell fallenden Kursen und der noch zuversichtlichen, nur Ende Januar temporär irritierten Aktienwelt des Westens beobachten, wo im Februar noch Kurshöchststände erzielt wurden. Die zweite Phase setzte an den Aktienmärkten mit dem Beginn

der 9. Handelswoche (Montag, 24.2.2020) ein. Denn von nun an reagierten die Aktienmärkte global extrem auf Corona. Diese Phase lässt sich ihrerseits zweifach differenzieren: In einen etwa dreiwöchigen Abschnitt starker Kursverluste von bis zu über 40% an den wichtigen Aktienmärkten weltweit. Zugleich reduzierten in dieser Phase politische wie auch privatwirtschaftliche Entscheidungen in vielen Ländern Angebot und Nachfrage der Wirtschaft. Das sind gewissermaßen die Kollateralschäden einer relativ unspezifisch, d.h. extrem breit bis „total“ angelegten Gesundheitsprävention durch generelle Kontaktminderung. Diesem 3-Wochen-Zeitraum bis Mitte März folgte eine Phase der zumindest vorübergehenden Stabilisierung und partiellen Erholung an den Aktienmärkten und auch an (insbesondere Staats-)Anleihenmärkten. Entscheidend waren hierfür „vertrauensstiftende“ Maßnahmen der politischen Rettung, d.h. massive geld- und fiskalpolitische Interventionen bzw. Programmankündigungen unter der rhetorischen Maßgabe der legendären Draghi-Formel „was immer auch erforderlich ist“.

### Abrupter Wahrnehmungswandel am Aktienmarkt

Der globale „Phasenübergang“ bei den Kursen und bei der Interpretation von Covid-19 zwischen Woche 8 (Ende: Freitag 21.2.) und Woche 9 (Beginn: 24.2.) wurde entscheidend durch die Vorgänge in Italien, das nun als Covid-19-Vorreiter Europas und des

gesamten „Westens“ galt, bestimmt. Italien meldete den ersten Corona-Toten am Donnerstag, 20. Februar 2020; schnell folgte dann am Samstag, 22. Februar, aufgrund der Kapazitätsüberlastung des regionalen Gesundheitssystems, ein Lockdown in der Lombardei. Diese Ereignisse katalysierten global ein Kippen des Deutungsrahmens. Wurde in der Zeit bis Handelswoche 8 (Ende: 21.2.) Covid-19 noch überwiegend als auf China oder Asien begrenzte Epidemie eingeschätzt, erachtete man ab Woche 9 (ab 24.2.) eine Pandemie als immer wahrscheinlicher bis sicher. Am 11. März sprach dann auch die WHO von einer Pandemie und damit das Offensichtliche aus. Insofern markiert also das Wochenende zwischen 21.2. und 24.2. einen Schnitt der Interpretation: Aus einer Epidemie, die bisher insbesondere ein Schwellenland betraf, wurde eine Pandemie, der auch die entwickelten Volkswirtschaften ausgeliefert sein würden. Dieser Schnitt wurde dadurch befördert, dass man aus China erste Erfolgsmeldungen von der Covid-19-Eindämmung hörte, während nun das hochindustrialisierte, aber überforderte Norditalien und mit ihm Europa als neues „Epizentrum“ der Seuche in den Fokus der Weltöffentlichkeit rückte. Erst mit diesem relativ abrupten Umschlag der kollektiven Wahrnehmung reagierten die Aktien- und anderen Finanzmärkte erstmals weltweit mit extrem starken Kursverlusten, die sich unter dem Eindruck von Stilllegungsmaßnahmen in vielen anderen Ländern in den folgenden Wochen fortsetzen sollten. Und zwar sowohl in den entwickelten Volkswirtschaften des Westens wie auch – wenngleich nicht ganz so kräftig, aber weit kräftiger als bisher – in zuvor schon corona-responsiven Ländern wie etwa China. Hätten aber das die Finanzmärkte nicht schon früher einpreisen müssen?

## **Grau-schwarzer Schwan?**

An dieser Stelle ist kurz ein etwas abstrakterer Blick auf die Temporalstruktur der Vorgänge zu werfen. Soeben wurde argumentiert, dass in der kollektiven Wahrnehmung der Corona-Ausbreitung (nicht nur an den Finanzmärkten) eine Diskontinuität, ein Kippen der Interpretation erfolgte. D.h. wir haben es hier mathematisch gesehen näherungsweise mit einer „Sprungfunktion“ oder einer Unstetigkeitsstelle zu tun, die am Übergang von Woche 8 zu Woche 9 auftritt. Der zugrunde liegende soziobiologische Prozess aber, die Corona-Ausbreitung, erfolgte (jedenfalls in dieser Zeit) näherungsweise exponentiell, d.h. gemäß einer stetigen Funktion. Diese stetige Funktion des Basisprozesses bildete sich in der Deutung der Geschehnisse unstetig ab. Für diesen „Sprung“ gibt es aber bereits auf Seiten des viralen Basisprozesses zwei naheliegende Gründe. Erstens waren (und sind immer noch) ausbreitungs- und gefahrenrelevante Parameter des Virus kaum zuverlässig

erkannt und die Symptomatik erfolgt, wenn überhaupt, zeitverzögert zur Ansteckung. Zweitens ist eine Exponentialfunktion für eine Wahrnehmung, die auf absolute Werte fixiert ist, unter diesen Prämissen besonders heimtückisch, weil eine scheinbar vernachlässigbare Größe schnell zu einer unbeherrschbaren Größe heranwachsen kann. In der Stetigkeit schlummert also zunehmende Unstetigkeit, etwa wenn man etwas größere konstante Intervalle zwischen Beobachtungszeitpunkten wählt und dann die absoluten Differenzen der Messwerte „explodieren“. Auf der anderen Seite sind bei der begrifflichen Erfassung auch von stetigen Vorgängen Diskontinuitäten die Regel. Kategoriale Deutungsmuster erlauben häufig nur binäre oder niedrige n-wertige Unterscheidungen – wie etwa A oder non-A, Epidemie oder Pandemie usw. Das liegt eben schon in der Natur der Allgemeinbegriffe, und wenn man diese anwendet, dann ist man dieser Gesetzlichkeit ausgesetzt.

Allerdings haben wir bis dahin die beiden wichtigsten Diskontinuitäten, die zwischen Virusausbreitung und Risiko-Wahrnehmung an den Märkten stehen, souverän ignoriert. Aber ein bisschen mehr Politik und Wirtschaft ist dann schon von Nöten: Erstens treten mit den ersten massiven Kursverlusten finanzmarktendogene Verstärkereffekte auf, die den Preisverfall beschleunigen, was dann spätestens bei Wahl einer größeren Zeitskala als Bruch oder Diskontinuität erscheint. Zweitens sind Lockdowns ganzer Großregionen und Länder selber massive „Sprung“-Ereignisse, die ein gleichzeitiges „Abschalten“ vieler Wirtschaftsbranchen zur Folge hatten.

Das alles spricht zunächst dafür, dass die Finanzmärkte so sehr viel anders oder schneller auf die Corona-Ausbreitung und insbesondere auf die historisch beispiellosen politischen „Abschaltvorgänge“ wohl nicht reagieren konnten. Zwar handelt es sich dabei in der Metaphern-Begrifflichkeit von Taleb vermutlich nicht um einen Schwarzen Schwan, dessen Auftauchen vollkommen unerwartet und daher praktisch nicht prognostizierbar ist. Es dürfte sich wohl am ehesten um einen „grauen Schwan“, oder im Hinblick auf die massiven Lockdowns um einen „schwarz-grauen Schwan“ handeln. Dessen Auftauchen ist nicht gänzlich unerwartet (wie beim schwarzen Schwan), aber für den quantitativen Finanzbereich dürfte er vor seinem Auftreten kaum genauer berechenbar sein.

## **Finanzmärkte: zu spät reagiert?**

Auch wenn wir hier die auch für Finanzmärkte bedeutsamen Diskontinuitäten bei der Interpretation von Covid-19 breit erörtern, gibt es für die Aktienmärkte auch Hinweise auf einen kontinuierlichen Aufmerksamkeitszugewinn des Corona-Problems. Eine Untersuchung von Ramelli und Wagner von

der Universität Zürich (Version 6. April 2020) befasste sich mit der Reaktion von Aktiengesellschaften und -märkten auf Covid-19. Die Autoren unterscheiden drei Phasen: Inkubation; Ausbruch (ab 20. Januar), Fieber (ab 24. Februar). Sie stellten unter anderem fest, dass bei den überwiegend webbasierten Finanzkonferenzen von Unternehmen (earning conference calls) das Coronavirus erstmals am 22. Januar erwähnt wurde. Am 20. Januar hatte die chinesische Regierung der WHO mitgeteilt, dass das Virus von Mensch zu Mensch übertragen werde. Und bereits am 23. Januar wurden in China erste Lockdowns umgesetzt. Bis 20. Februar, als Italien die ersten Toten meldete, war nach einem kontinuierlichen Anstieg in rund 30 Prozent der genannten Konferenzen Corona Thema; der Anteil stieg danach schnell, aber kontinuierlich auf 50 Prozent an. Das betrifft die Problemwahrnehmung. In Bezug auf Anlageentscheidungen schließen Ramelli und Wagner aus weiteren Analysen von Aktienreaktionen, dass zwar die Masse der Investoren – im Sinne der These vom abrupten Deutungswandel – erst ab der Fiberphase reagierte. Aber sie vermuten, dass Investoren mit vertieften Kenntnissen schon seit Beginn der Inkubationsphase Unterbrechungen der Lieferketten einpreisten. Das war die Phase, in der die Nachricht über die Unterzeichnung des Phase 1-Handelsabkommen zwischen den USA und China an Aktienmärkten noch für Positivreaktionen sorgten.

Alles in allem sprechen diese Befunde und Argumente nicht dafür, dass Aktienmärkte in der Corona-Krise schlechte oder verspätete Informationsverarbeiter gewesen sind. Und noch wichtiger: Sie waren vermutlich auch keine schlechten Interpretationsmaschinen.

## Erwartungen zum Wirtschaftswachstum

Eine zentrale Frage, die von vielen Institutionen seit spätestens Mitte März traktiert wird, lautet: welche Wachstumseinbußen werden die Stilllegungen in der Wirtschaft über bestimmte Zeiträume nach sich ziehen.

### Prognose vs. Szenario

Üblicherweise geben die Konjunkturgutachten einzelner Institute für die zu prognostizierenden ökonomischen Kenngrößen, wie etwa das BIP-Wachstum über einen bestimmten Zeitraum, nur einen einzigen Schätzwert an, der als der wahrscheinlichste erachtet wird. Nach diesem Prinzip waren noch die in den ersten Märzwochen veröffentlichten Konjunkturgutachten gestrickt; mit ihrer Veröffentlichung waren die Schätzungen aber schon vom Lauf der Ereignisse überholt. Die

Institute gingen daher zu Szenarien insbesondere von möglichen BIP-Verläufen über. Auf die meisten anderen Kenngrößen, die üblicherweise geschätzt werden, verzichtete man. Denn es besteht offensichtlich ein „trade off“ in Bezug auf die bearbeitbare Komplexität, die sich durch die Corona-Krise dann auch noch massiv erhöhte: Entweder man erstellt mehrere Szenarien, berücksichtigt dafür aber nur wenige Kenngrößen, vielleicht auch nur eine. Oder aber man versucht quantitativ sehr viele Kenngrößen zu schätzen, entwirft dafür aber dann aber nur ein Szenario. Prognose-Studien stehen seit März vor diesem Dilemma, das in Normalphasen deutlich schwächer ausgeprägt ist.

### BIP-Schätzungen verschiedener Institute

Das Institut der deutschen Wirtschaft (IW) veröffentlichte am 31. März einen Überblick über bis dahin vorliegende Szenarien des Bruttoinlandsprodukts bis Ende des Jahres. Allgemein gingen Experten seit Mitte März davon aus, dass die Weltwirtschaft in eine Rezession eintreten wird. Die OECD rechnete dem Überblick des IW zufolge in einer Analyse vom März für jeden Monat der Eindämmung mit einem Rückgang des globalen BIP-Wachstums 2020 um 2 Prozentpunkte. Für Deutschland legte im März auch das Ifo-Institut Szenarien vor, die in Abhängigkeit von der Dauer der Shutdown-Phase BIP-Einbußen zwischen 4,3 und 20,6 Prozentpunkten simulieren. Das IW errechnete Rückgänge zwischen 4 und 10 Prozentpunkten. Und der Sachverständigenrat (SVR) modellierte Verläufe zwischen 2,8 und 4,5 Prozentpunkten Verlust (gegenüber 2019).

Im April, in der Vorosterwoche, legte das Ifo-Institut eine weitere BIP-Szenarien-Analyse unter Einschluss anderer europäischer Länder vor. Demnach bewegt sich bei einer 2-monatigen Shutdown-Phase der BIP-Einbruch über das Jahr 2020 in Deutschland, Italien, Spanien, Frankreich, UK, Österreich, der Schweiz größtenteils in Schätz-Bereichen zwischen 7 und 14 Prozent. Ebenfalls kurz vor Ostern legten die deutschen Institute ihre Gemeinschaftsdiagnose vor. Da in diesem Gutachten eine Vielzahl von Kenngrößen geschätzt wird, fertigte man konventionelle Prognosen – eine Kenngröße, ein Wert – an. Die Autoren dieses Gutachtens gehen von einem Einbruch des BIP in Deutschland über das Jahr 2020 von 4,2 Prozent aus – ein Wert, der eher auf optimistischen Annahmen basiert; jedoch wird in der Studie laufend zum Ausdruck gebracht, wie unsicher die zugrunde gelegten Annahmen seien, und dass es auch anders, meist schlimmer kommen könne.

Wenn der Eindruck nicht täuscht, sind in Deutschland die von der Politik beauftragten Schätzungen (Sachverständigenrat; Gemeinschaftsdiagnose) deutlich optimistischer als ohne Regierungsauftrag vorgelegte Szenarien.

Selbst der IWF legt in seinem am 14. April vorgezogen veröffentlichten ersten Kapitel des im Mai vollständig erscheinenden Economic Outlook – ebenfalls auf der Basis von Punkt-Prognosen – für entwickelte Volkswirtschaften weniger optimistische Werte vor. So wird etwa für Deutschland ein BIP-Wachstum für 2020 von minus 7,0 Prozent, für den Euro-Raum von minus 7,5 Prozent, für die USA von minus 5,9 Prozent und für Japan von minus 4,5 Prozent erwartet. Für fortgeschrittene Volkswirtschaften werden minus 6,1 Prozent prognostiziert, das sind 7,7 Prozentpunkte weniger als Anfang Januar 2020 erwartet. Demgegenüber erwartet der IWF für Schwellenländer geringere BIP-Einbrüche, als Schätzwert für 2020 werden minus 1,0 Prozent angegeben, das ist eine Reduktion um 5,4 Prozentpunkte gegenüber der Januar-Prognose. Für China rechnet der IWF für dieses Jahr mit plus 1,2 Prozent Wachstum, das sind 4,8 Prozentpunkte weniger als zu Beginn des Jahres geschätzt.

Generell wird meist grob eine U- oder V-Form der Rezession erwartet, weshalb die Wachstumsraten für 2021 entsprechend höher sind. Für fortgeschrittene Volkswirtschaften gibt der IWF für 2021 ein Wachstum von 4,5 Prozent an (USA: 4,7; Euro-Raum: 4,7; Deutschland: 5,2). In Schwellen- und Entwicklungsländern wird 2021 mit einer BIP-Steigerung von 6,6 Prozent gerechnet (China: 9,2).

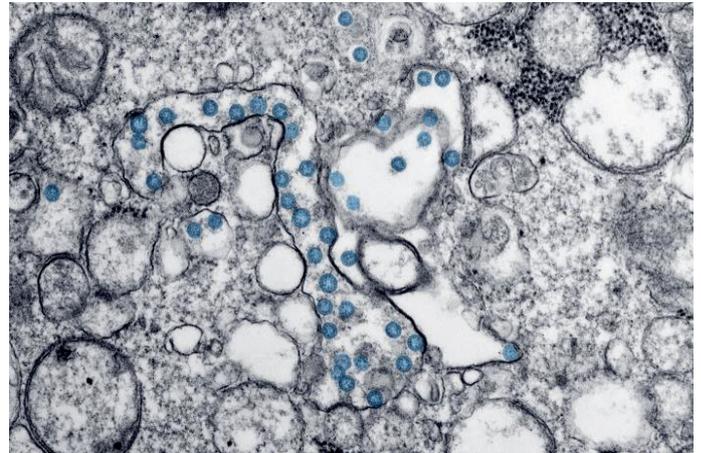
## Corona und Finanzmarktstabilität

### Herbst 2019

Im Oktober und November 2019 legten u.a. Fed, EZB und Bundesbank sowie der IWF ihre periodisch veröffentlichten Finanzstabilitätsberichte vor. Die im Herbstbericht diskutierten Risikoszenarien waren insbesondere für den Fall gedacht, dass das Wirtschaftswachstum (unerwartet) stark einbrechen würde, ausgelöst etwa durch nicht näher bestimmte exogene „negative Schocks“ oder auch durch die eigenständige Aktivierung und gegenseitige Verstärkung von Stabilitätsrisiken.

In allen vier Stabilitätsberichten wurde für diesen Fall die ertragsbedingt gestiegene Risikobereitschaft von Anlegern, das Ausweichen in riskantere, weniger liquide Bezirke des Anlageuniversums sowie daraus folgende Vermögenspreissteigerungen als Finanzmarktrisiken identifiziert. Dabei galten niedrige Zinsen und Anleiherenditen als zentrale Antriebskräfte. Als Assetklassen mit möglicher, zumindest partieller Überbewertung nannten die Berichte u.a. High-Yield-Anleihen, Aktien und Immobilien.

In allen vier Stabilitätsberichten wurden zudem die stark erhöhten Schuldenstände von Unternehmen und auch Staaten (auch im Euroraum) und damit einhergehend deutlich ge-



Unser derzeitiger „Weltherrscher“ in anderer Perspektive: Hier ein Blick mit einem Elektronenmikroskop ins Innere des Corona-Virus, das vom ersten registrierten U.S. COVID-19-Fall stammt. Die blauen Flächen stellen Schnitte durch das virale Genom dar.

stiege Kreditrisiken sowohl in fortgeschrittenen wie auch in Schwellenländern – und insbesondere auch in China – als Stabilitätsrisiken im Falle eines starken wirtschaftlichen Einbruchs erachtet. Zentrale Erklärungsfaktoren des Aufbaus von Risiken der Kreditkategorie waren in allen vier Berichten gleichfalls niedrige Zinsen und dadurch erleichterte Finanzierungsbedingungen.

Als weitere Risiken wurden in allen Stabilitätsberichten die in den letzten Jahren sich herausbildenden politisch-strategische Konfliktfelder genannt, eine Pandemie hingegen explizit nicht. Der Eintritt der Risikoszenarien insgesamt wurde, wie gesagt, nur unter der Bedingung eines sehr starken wirtschaftlichen Einbruchs als sehr wahrscheinlich erachtet.

Diese Bedingung ist mit dem exogenen Corona-Schock spätestens seit März erfüllt. Das noch abstrakte „wenn“ vom Herbst 2019 ist also Wirklichkeit geworden.

### April 2020

Der IWF hat aufgrund der Corona-Krise das erste Kapitel seines für Mai angekündigten vollständigen Finanzstabilitätsberichts am 14. April vorgezogen veröffentlicht.

Der externe Corona-Schock breitete sich seit Ende Februar in der sogenannten „Realwirtschaft“ wie auch in Finanzsektoren der Wirtschaft synchron aus. Typischerweise erhöhten sich mit den gleichzeitigen Kursrückgängen die Korrelationen zwischen unterschiedlichen Assetklassen bei dann auch erhöhter Volatilität. Investoren suchten nun mehr Sicherheit und Liquidität. Die Verminderung von Kreditrisiken, schnelle Reaktionen auf Liquiditätsengpässe und Nachschussforderungen wie auch Rebalancing von Portfolios erhöhten an den Vermögensmärkten den Verkaufsdruck und setzten damit den Preisen weiter zu.

Im neuen Finanzstabilitätsberichts des IWF wird das im Herbst 2019 angeführte Moment der zumindest teilweisen Überbewertung an den Finanzmärkten als Grund für das

hohe Tempo des Falls der Vermögenspreise seit 24. Februar 2020 genannt, auch wenn der Fall der Preise insgesamt insbesondere mit verschlechterten Fundamental-Aussichten erklärt wird. Zu berücksichtigen ist allerdings, dass bei den immer noch extrem großen Unsicherheiten der zukünftigen „fundamentalen“ Rahmenbedingungen mit höheren Schwankungen und größeren Schwierigkeiten bei der Findung eines fundamental angemessenen Preises zu rechnen ist. Der IWF geht dennoch davon, dass nun ein großer Teil der Überbewertungen an den Aktien- und auch Kreditmärkten für Unternehmen verschwunden ist.

Bemerkenswert ist, dass explizit eine Ausnahme bei US-Aktien gemacht wird, wo die IWF-Analysten aufgrund der Verschlechterung der Fundamentaldaten noch immer Überbewertungen vermuten. Auch das Gemeinschaftsgutachten der deutschen Wirtschaftsforschungsinstitute glaubt, dass insbesondere im High-Yield-Bereich trotz der kräftigten Renditeanstiege möglicherweise die langfristigen Risiken, die von einer verschlechterten Lage ausgehen, noch nicht adäquat abgebildet sind.

Viel Aufmerksamkeit richtet der IWF in seinem aktuellen Teilbericht auf Kreditmärkte und die hohe Verschuldung von Unternehmen – was ja auch im Herbst-Bericht als wesentlicher Risikokomplex für das Finanzsystem galt. Hier habe sich die Situation durch steigende Kredit- und Liquiditätsrisiken weiter verschärft: Bei Bonds mit Investment Grade drohe das Risiko der Herabstufung. Noch stärker sei der Druck im Bereich der High-Yield-Anleihen, und zwar besonders in jenen Segmenten, die am stärksten von der Corona-Krise betroffen sind. Hier erhofft sich der IWF Entlastung durch unkonventionelle Interventionen der Zentralbanken. Das mag im Hinblick auf Probleme spezifischer Finanzmarktsegmente zutreffen. Allerdings kommt z.B. das Gemeinschaftsgutachten der deutschen Institute zu der Einschätzung, dass generell die Fiskalpolitik über die Realwirtschaft zielgenauer als die Geldpolitik über die Finanzmärkte operieren könne. Gedacht ist hier an die in vielen Ländern aufgelegten massiven Programme für direkte Unternehmenshilfen. Die langfristige Auswirkung ist jedoch auch hier: die Staatverschuldung wird stark ansteigen – womit man wieder bei Finanzmärkten und erhöhten kreditbedingten Stabilitäts-Risiken auf Staatenebene landet.

In den Herbstberichten 2019 wurden auch mögliche Probleme von Schwellenländern im Fall eines massiven weltwirtschaftlichen Einbruchs untersucht – und auch da stand hohe Verschuldung neben institutionellen Defiziten etwa von Bankensystemen ganz oben auf der Risikoagenda. Die Kurseinbrüche seit Februar haben zunächst in Schwellenländern zu einem massiven Abzug von Kapital geführt. Der IWF sieht aktuell drei allgemeine Gründe, weshalb Schwellenländer für die

Corona-Krise weniger gut gerüstet sind als für die Finanzkrise 2008. Erstens seien die Bond-Emittenten in Schwellenländern höher verschuldet als 2008 und häufig stark vom Öl abhängig, dessen Nachfrage und Preis gesunken ist. Zweitens hätten viele Schwellenländer geringere geld- und fiskalpolitische Spielräume als 2008. Drittens seien Schwellenländer stärker von ausländischen Investoren abhängig als 2008.

Sorgen, die gleichfalls bereits in den Herbstberichten geäußert wurden, bezogen sich auch auf verschiedene Fondskategorien. So wurden etwa mögliche Liquiditätsprobleme angesprochen, aber auch ähnlich ausgerichtete Portfolios, die bei negativen Schocks zu ähnlichen und damit destabilisierenden Reaktionen führen könnten. Fonds mussten nach Einsetzen der Corona-Krise starke Verluste hinnehmen. Mögliche Probleme sieht der IWF derzeit insbesondere bei Rückgaben von Anteilen bei Rentenfonds. Den Cash-Puffer bei durchschnittlichen Rentenfonds schätzen die Experten des Internationalen Währungsfonds auf rund 7 Prozent und bei riskanteren Vehikeln dieser Art auf noch weniger. Die Befürchtung ist, dass Abflüsse diese Puffer schmälern könnten, was bei Verschärfung dazu zwingen könnte, hochwertige liquide Vermögenswerte oder weniger liquide Assets zu veräußern, mit der Folge eines Preisverfalls in den betreffenden Märkten. Neben klugem Liquiditätsmanagement setzen die IWF-Analysten auch bei diesem Problem ihre Hoffnung zu nicht geringen Teilen auf die Weisheit der Zentralbanken.

## Schluss

Die Wachstumsaussichten für dieses Jahr sind extrem schlecht und die Stabilität des angeschlagenen Finanzsystems wird mit jeder weiteren Verlängerung eines Lockdowns weiter gefährdet. Die Wahrnehmung der Corona-Krise war auch an den Finanzmärkten einem ziemlich abrupten Wandel ausgesetzt. Aber die politischen Maßnahmen und ihre wirtschaftlichen Folgen, auf die die Finanzmärkte reagierten, waren gleichfalls abrupt. Hier zeichnet sich eine langsame Änderung der Perspektive ab: von schlagartig durchgesetzten extremen generellen Maßnahmen zu selektiveren und spezifischeren Lösungen der Steuerung der Covid-19-Krankenquote. Dies setzt in der Tat reichliche makro- wie auch mikroprudentielle Fertigkeit im Sinne von „prudentia“ voraus. Und damit verschieben sich auch die Gewichtungen: Stand anfangs die Eindämmung der Corona-Ausbreitung absolut im Zentrum, rücken nun vermehrt die „Kollateralschäden“ der Maßnahmen stärker in den Blickpunkt. Leviathan, der ja durch diese Maßnahmen selber massive fiskalpolitische Lasten für seine Staatsbürger schnürt, wird in nächster Zukunft zunehmend gezielter operieren müssen. Der Schmittsche „Souverän“ im Corona-Staat kann keine Option sein.

## Risikomanagement und Zukunftsplanung

# RISIKEN: AUSWIRKUNGEN DER KRISE AUF KURZE UND AUF LANGE SICHT

Von Jürgen App

### Akute Risiken in der Krise

Die aktuelle Pandemie und starke Schwankungen an den Finanzmärkten machen bestehende Risiken bei vielen Finanzdienstleistern sehr transparent. Dies fängt zunächst an im Tagesgeschäft und operativen Bereich, wo erhebliche Unterschieden in den Arbeitsmodellen bestehen. Wer bereits bisher digital bzw. virtuell gut aufgestellt war, sei es in Kommunikation oder in operativen Abläufen, muss vergleichsweise weniger Einschränkungen im täglichen Geschäft hinnehmen. Bei anderen Unternehmen dagegen werden Notfallpläne nun optimiert bzw. aktiviert und Ressourcen-Verfügbarkeiten geraten teilweise an Grenzen, da das Tagesgeschäft bei vielen Finanzdienstleistern stark von intensiver Kundenkommunikation und der Beschäftigung mit außergewöhnlichen Aufgaben wie Verlustschwellenmitteilungen oder umfangreichen Überlegungen zu Vermögensdispositionen beeinflusst ist. Dies ist auch im Rahmen aktuell laufender Jahresabschlussprüfungen deutlich spürbar. Das Spektrum ist hier sehr breit und reicht von „nahezu normal“ bis hin zu fast völligem Stillstand bei einzelnen Unternehmen auf Grund der Bindung von Ressourcen für die Krisensituation.

### Risiken auf längere Sicht

Dennoch ist es unerlässlich, auch einen Blick auf zukunftsgerichtete Risiken zu lenken. Vielfach sind Geschäftsplanungen auf Grund von erwarteten Ertragsrückgängen durch Schrumpfung der Kundenvermögen nach unten zu revidieren und deren Auswirkungen auf die finanzielle Stabilität des jeweiligen

Jürgen App ist Geschäftsführer der App Audit GmbH, einer auf Finanzdienstleister spezialisierten Wirtschaftsprüfungsgesellschaft. [www.app-audit.de](http://www.app-audit.de)



Finanzdienstleisters zu analysieren. Nachhaltige Ertragsrückgänge von 10% oder in Einzelfällen auch deutlich mehr dürften je nach struktureller Ausrichtung und weiterer Entwicklung an den Kapitalmärkten keine Seltenheit sein. Aufsichtsrechtlich vorgegebene Stresstests erfahren nun zwangsläufig ein „backtesting“, welches Basis für zukünftige Stresstests sein kann.

Mittelfristig wird auch das Kundenverhalten eng zu beobachten sein. Ggf. muss mit einem Anstieg von Kundenbeschwerden gerechnet werden. Dieses Risiko wird derzeit zwar vielfach als gering eingeschätzt, da die Krise

„finanzmarktextern“ ausgelöst wurde. Allerdings sollte die Beschwerdefreudigkeit nicht unterschätzt werden. Denn laut der jüngst veröffentlichten BaFin-Statistik ist z.B. die Zahl der Kundenbeschwerden über Banken für 2019 auf Rekordniveau gestiegen, auch wenn im Jahr 2019 der Treiber hierfür nicht das Wertpapiergeschäft, sondern der Zahlungsverkehr war. In jedem Fall dürften Rechtsrisiken oder gar -streitigkeiten im Kontext eingetretener Verluste bzw. mit Bezug auf vereinbarte Anlagestrategien in nächster Zeit eine höhere Bedeutung erfahren. Vor diesem Hintergrund kann auch eine

hohe Sorgfalt bei der Erfüllung der gesetzlichen Verlustinformationspflichten im Falle des Erreichens definierter Verlustschwellen nicht überbetont werden. Aus der Prüfungspraxis sind hier des Öfteren Defizite vor allem im Hinblick auf Rechtzeitigkeit und Nachweisdokumentation bei den Verlustinformationen festzustellen.

## **Regulatorische Eigenmittelanforderungen sind im Blick zu behalten**

Die Erfüllung bestehender absoluter oder relativer Eigenmittelanforderungen kann schon kurzfristig bei auftretenden Verlustsituationen im laufenden

Geschäftsjahr, etwa durch signifikante Rückgänge von Provisionserträgen oder erforderlichen Wertpapierabschreibungen, gefährdet werden. Ein weiteres eher mittelfristiges Risiko in diesem Bereich ergibt sich, wenn Kosten nur unterproportional zu Ertragsrückgängen reduziert werden können oder falls zu bildende Rückstellungen im Zusammenhang mit dem Kundengeschäft im Raum stehen. In Zusammenhang mit vorhandenen Kapitalressourcen sah sich die BaFin bekanntermaßen explizit veranlasst Finanzinstituten zu raten, Ausschüttungen von Dividenden, Gewinnen und Boni sorgfältig abzuwägen.

Dem entsprechend wird von Seiten der Aufsicht wenig Verständnis zu erwarten sein, wenn derartige Ausschüttungen in Kenntnis der Krise erfolgt sind und nachfolgend Schwierigkeiten bei den Eigenmittelanforderungen auftreten.

## **Risikomanagement und Planung sind essenziell**

Insgesamt wird es erforderlich sein, durch die aktuellen Entwicklungen dem Risikomanagement eine erhöhte Aufmerksamkeit zukommen zu lassen. Eine solide Finanz- und Kapitalplanung ist hierbei die unverzichtbare Basis.

# Porträt Fotografie

Gekonnt setzen wir Sie oder Ihre Mitarbeiter in Szene mit Fotos die wirken.



**MIKA SCHIFFER**  
**DESIGN | FOTOGRAFIE**

Mobil 0173.9288397  
mika@mikaschiffer.com  
www.mikaschiffer.com



## Umfrage bei Vermögensverwaltern

# FONDSBOUTIQUEN, FONDSGESELLSCHAFTEN, ETF-ANBIETER

Zum dritten Mal nach 2016 und 2018 hat der Private Banker unabhängige Vermögensverwalter nach ihrer Zufriedenheit mit Fondsanbietern gefragt. 41 Verwaltungen gaben uns Auskunft über ihre Erfahrungen mit Boutiquen, mit großen Fondsgesellschaften und mit ETF-Anbietern. Bei den kleinen Fondsgesellschaften, den sogenannten Boutiquen, fiel das Ergebnis eindeutig aus.

### Private-Banker-Umfrage I: Fondsboutiquen

Mit der Durchschnittsnote von 1,75 konnte Flossbach von Storch die Frankfurter Acatis vom ersten Platz in unserer Zufriedenheitsumfrage verdrängen. In den Kommentaren lasen wir eine Menge Lob über die Kölner: Ein Düsseldorfer Verwalter fasste es so zusammen: „Sehr guter Auftritt, professionell durch und durch.“ Es werden mehrere Aspekte hervorgehoben, am häufigsten die „... gewohnt hervorragende Kommunikation“, wie es unter anderen ein hessischer Verwalter ausdrückte. Einer lobte, man komme fast immer zum Manager durch. Aber es wurden auch andere Aspekte hervorgehoben: Aus Hamburg hieß es: ...“ausgezeichnete Expertise, historische Top-Performance“. Aus dem Allgäu: „Tägliches Factsheet, sehr gute Performance.“

Fondsboutiquen sind die meistpräferierten Partner, wenn es um Fondsanbieter geht. Die Zufriedenheit geben die Verwalter insgesamt mit der Schulnote xx an. Konkret äußern sie sich lobend: Einer aus Frankfurt findet, „Fondsboutiquen sind persönlicher und auch Fondsmanager sind bei Fragen eher erreichbar. Zudem sind diese flexibler und schneller in der Anlage der Gelder.“ Eine Verwalterin pflichtet bei: „Konzeptionen, Managerqualität, Performance und Service bieten teilweise Mehrwert gegenüber großen Fondsgesellschaften.“ Wir hörten noch mehr Ähnliches: „beste Kommunikation fand aus unserer Sicht mit den Boutiquen statt“, „meist sehr bemüht“ und vieles mehr.

Ihren guten Ruf konnten die Boutiquen auch gerade in der Corona-Krise verteidigen: „Alle ausgewählten Boutiquen bieten einen sehr guten Service und informieren gerade in der Krise gut und zeitnah. Besonders FvS mit dem Multi Opp. Sticht in der Performanceleistung und Risikoabsicherung heraus.“ Gelobt wurden ausdrücklich auch Lyxor und Wisdom Tree. Leichte Kritik äußerte dagegen ein Verwalter an Vorjahressieger Acatis („Selbstverliebt“), ein anderer bescheinigte den Frankfurtern dagegen „nah am Kunden“ zu sein und: „Sehr guter Gesamtauftritt.“

### DIE FÜNF FONDSBOUTIQUEN MIT DER BESTEN BEWERTUNG

1. FLOSSBACH VON STORCH 1,4
2. ACATIS 1,8
3. LUPUS ALPHA 2,0
4. TBF 2,2
5. DISCOVER 2,4



PB-Empfehlung: Flossbach von Storch

### Private-Banker-Umfrage II: Große Fondsanbieter

Für die großen Anbieter aktiver Fonds ist die Corona-Krise eine besondere Herausforderung, jedenfalls im Auge ihrer Kunden. „Auf Basis der aktuellen Krise zeigt sich, wer aus eigener Kraft gut ist und wer vom Markt getrieben wurde“, nennt ein Vermögensverwalter die Herausforderung.

Am ehesten könnte das zwei ausländischen Fondsgesellschaften gelungen sein. Die Vermögensverwalter bewerten zur Zeit JP Morgan und M&G gleichermaßen mit einer glatten Zwei. Bei M&G – 2018 noch mit einer Durchschnittsnote von 2,5 im Mittelfeld – lobt eine Verwalterin die „ausgezeichnete Managerqualität“, bei JP Morgan – in der vorigen Befragung schon mit einer überdurchschnittlichen Note von 2,2 bewertet – wird insbesondere das Risikomanagement hervorgehoben. Die Zufriedenheit, die sich ja nicht nur auf die Corona-Krise beschränkt, wenngleich die aktuelle Situation selbstverständlich

erheblichen Einfluss bei der Beantwortung gehabt haben dürfte, könnte mit den Income-Konzepten der beiden Gesellschaften zu tun haben. Schließlich sind die Flaggschifffonds beider Häuser sogenannte Income-Vertreter. Das Konzept hat sich für viele Nutzer offenbar bewährt, vor der Krise durch befriedigende Erträge und jetzt durch verhaltende Verluste. Der JPM Global Income hat in der Krise den Aktienanteil weit herunter auf 25 Prozent gefahren und steht im Vergleich mit ähnlichen Fonds auf Fondsweb.de insbesondere in der Schwankungsbreite überdurchschnittlich gut da. Der M&G Optimal Income hat sich ertragsmäßig noch besser gehalten.

Knapp hinter den beiden Vorderen landeten DWS und Fidelity mit 2,12 bzw. 2,14 auf den Plätzen. Die DWS, die auch im ETF-Bereich oft gelobt wurde, erhielt in der Kategorie der aktiv verwalteten Fonds Anerkennung für „sehr ausführliche Fondsinformationen und eine breite Produktpalette“.

## DIE BESTBENOTETEN GROSSEN FONDSGESELLSCHAFTEN:

1. M&G 2,0
2. JP MORGAN 2,0
3. DWS 2,1
4. FIDELITY 2,14
5. COLUMBIA THREADNEEDLE 2,3



PB-Empfehlung: M&G und JP Morgan

## Private-Banker-Umfrage III: ETF-Anbieter

Auch bei den ETF-Anbietern haben die von uns befragten Vermögensverwalter einen neuen Favoriten.

ETFs stehen in der Gunst der Profis weit oben. Wer die realen Verwalterdepots etwa bei firstfive betrachtet, findet einen stetig wachsenden Anteil von passiven Fonds vor. Die bekannten Vorteile der ETFs sorgen für immer größere Akzeptanz. „Generell alle Anbieter sind gut bis sehr gut“, bringt es einer auf den Punkt. Dennoch: Die Zufriedenheitswerte der ETFs reichten an

die der Boutiquen dieses Mal nicht heran. Das hängt wohl auch mit dem Verhalten der Firmen in der aktuellen Coronakrise zusammen. Einer, der schon lange dabei ist, zeigt sich von den ETF-Gesellschaften aktuell eher enttäuscht. „Die ETF-Anbieter sind mehr oder minder völlig abgetaucht, mit Ausnahme der DWS, deren Gesamtkommunikation (aktiv und passiv) ich als sehr umfassend und hilfreich empfunden habe.“

Die DWS erhielt viel Lob. „Wir favorisieren iShares und db xtrackers. Aufgrund der Produktbreite“, sagt etwa einer der befragten Verwalter. Das breite Produktspektrum wurde uns häufiger als Vorteil genannt, insbesondere der Tochter der Deutschen Bank wird das angerechnet. Die hat sich seit der letzten Befragung von der Durchschnittsnote 2,18 auf 1,8 verbessert. Aber für den Sieg reichte das dennoch nicht.

Bei unseren bisherigen Befragungen sicherte sich jeweils die Blackrock-Tochter iShares die besten Noten, im vergangenen Jahr mit hervorragenden 1,33. In diesem Jahr liegt jedoch Vanguard, die Mutter aller ETFs, in der Gunst der Profis vorn. Von 2,25 verbesserte sich die Zufriedenheitsnote auf 1,69.

Durchaus positiv gestimmt zeigten sich die Verwalter auch von den Grenzgängern unter den Anbietern, die etwa Smart-Beta-Produkte auflegen. Invesco war in Deutschland einer der ersten Anbieter, die nicht nur einen der gängigen Indizes trackten, sondern andere Faktoren der Fonds-Zusammensetzung verwendeten. Für ganz vorne reichte es allerdings nicht. Weder Invesco noch Wisdom Tree konnten sich unter die ersten Fünf platzieren.

1. VANGUARD 1,7
2. ISHARES 1,7
3. DWS 1,8
4. AMUNDI 2,1
5. STATE STREET 2,2



PB-Empfehlung: Vanguard

Keine Finanz-Katharsis

## ZEITENWENDE?

Von Elmar Peine

**K**risen können manchmal auch den Keim des Neuen in sich tragen. Viele Vermögensverwalter, mit denen wir reden, erhoffen sich das für die jetzige Krise. Sie warnen seit langem davor, dass die falsche Wirtschafts- und Finanzpolitik in eine Katastrophe münden wird. Die immer stärkere Regulierung im Verbund mit der ewigen Schuldenmacherei, der immer größeren Ausgabeprogramme und vor allem der Politik des furchtbar leichten Geldes gehen für Sie in die falsche Richtung. Jetzt wird es, so die Hoffnung, das große „Reinemachen“ geben. Unternehmen, Währungen, Staatsschulden, alles „kommt auf den Tisch“.

Dem Aufschwung der letzten 15 Jahre haben diese Vermögensverwalter (und Ökonomen) nie getraut, deswegen bei der Finanzanlage eher auf der vorsichtigen Seite gestanden und viel Geld für die Depot-Sicherung ausgegeben und mit einem eher großen Cash-Anteil auf etliche Renditepunkte verzichtet. Warum das Wachstum der Wirtschaft und der Aktienkurse 15 Jahre lang angehalten hat? Längst hätte es angesichts des leichten Geldes doch eine überbordende Inflation geben sollen, längst hätten Pleiten die Zombie-Unternehmen (und -Staaten), die nur „künstlich am Leben gehalten werden“, hinwegfegen müssen. Und diese Pleiten hätten dann die Bilanzen der schwankenden Banken und damit das gesamte Finanzsystem durchschütteln sollen.

So ganz – diesen Eindruck konnten Beobachter gewinnen – haben die Pessimisten und Goldbefürworter den Aufschwung seit Mitte der Nuller-Jahre nicht verstanden. Sie sind geprägt worden durch Zeiten, in denen die Inflation das größte Gespenst der Ökonomie war und in denen die Angebotspolitik der Reagan-Jahre Erfolg hatte. Dass nun die Deflation der Hauptfeind sein soll, haben sie nie verinnerlicht. Und so wenig, wie die Keynesianer das Phänomen der Stagflation (Inflation und steigende Arbeitslosigkeit) erklären konnten, so wenig konnten die Pessimisten erklären, warum die massiven Nachfragestützungsaktionen und die Politik des leichten Geldes keine Inflation ausgelöst haben.

Dennoch: Die Coronakrise wird keine Zeitenwende bedeuten. Wir leben vor, während und nach der Krise in einer keynesianischen Welt, die von Deflation und Nachfragemangel bedroht ist – und daran wird sich nichts ändern, denn die Gründe,



Elmar Peine ist promovierter Volkswirt und beschäftigt sich wissenschaftlich mit der Erwartungsbildung auf Finanzmärkten.

warum aus einer Inflationswelt eine Deflationswelt geworden ist, bestehen weiter.

1. Die Globalisierung, die die Konkurrenz unter den Anbietern (und das Reservoir an Arbeitskräften) enorm erhöht hat, wird weiter gehen. In deren Folge wird der inflationäre Druck (durch knappes Angebot oder geringe Arbeitslosigkeit) in den einzelnen Ökonomien weiter eher niedrig ausfallen.

2. Der technische Fortschritt, der lange gleichbedeutend war mit immer mehr und größeren Maschinen also immer größeren Kapitalvorschüssen, wird weiter durch die digitale Revolution bestimmt. Und die führt zu immer kleineren Maschinen und smarteren Programmen. Deswegen bleibt die Nachfrage nach Kapital eher gering und deswegen wird das überbordende Angebot an Kapital die Zinsen auch niedrig halten.

3. Die Überalterung in den wichtigsten Industriestaaten wird sich fortsetzen und die Wachstumsdynamik eher dämpfen. Das Beispiel Japan zeigt, wie schnell Länder unter solchen Bedingungen in einen deflationären Sumpf geraten können.

Nein, eine Finanz-Katharsis mit und durch Corona ist eher unwahrscheinlich.

Marco Rumpf

## CORONA UND DIE BRANCHE DER UNABHÄNGIGEN VERMÖGENSVERWALTUNG

Die Corona-Krise hat uns alle im Griff. Was bedeutet der Einschnitt für die Gegenwart und Zukunft der unabhängigen Vermögensverwaltung? Ein Gespräch mit dem Dresdener Vermögensverwalter Marco Rumpf (DRH).

### Was bedeutet Corona für die Branche der unabhängigen Vermögensverwaltung?

Die Corona-Krise ist für uns alle privat und geschäftlich eine gänzlich neue Herausforderung. Das Wichtigste nach der Gesundheit: Wir müssen die Depots unserer Kunden durch diese Krise ohne große Beschädigungen bringen.

### Ist das bislang gelungen?

Der Durchschnitt der von uns betreuten Depots liegt 2020 im einstelligen Minus. Damit haben wir noch die Hoffnung auf eine schwarze Null in diesem Jahr. Aber dazu muss man die Märkte sehr genau beobachten und aktiv agieren.

### Haben Sie in Richtung mehr Anleihen und mehr Gold umgeschichtet?

Nein und Ja. Anleihen sind für uns keine Lösung des Problems. Deren Anteil haben wir auf aktuell ca. dreißig Prozent abgesenkt. Viele Anleihen haben mehr verloren als Aktien. Dazu kommt die eingeschränkte Liquidität gerade in Krisenzeiten. Nein, wir wollen Substanz und Qualität. Gold ist deswegen Teil der Lösung mit einem Anteil von ca. 20 Prozent.

**„Jetzt ist niemand schuld und wohl auch deswegen erleben wir bei unseren Kunden viel Verständnis.“**

### Wie gehen die Kunden mit der Corona-Krise um?

Diese Krise ist einzigartig. Sie betrifft jeden und niemand ist schuld. Das ist der Unterschied etwa zur Finanzkrise, in der nicht



Marco Rumpf ist Geschäftsführer der Dresdener Vermögensverwaltung DRH

jeder betroffen war und der „gierige“ Finanzsektor verantwortlich war. Da sind teilweise auch wir Finanzdienstleister in Mithaftung genommen worden. Jetzt ist niemand schuld und wohl auch deswegen erleben wir bei unseren Kunden viel Verständnis.

### Wie wird die Branche der unabhängigen Vermögensverwaltung aus dieser Krise hervorgehen?

Für die Branche der unabhängigen Vermögensverwalter, die ja vergleichsweise jung und bei vielen noch gänzlich unbekannt ist, kann das eine Chance sein, die wir wahrnehmen sollten.

## Warum Chance?

Zum einen, weil in solchen Zeiten für Menschen, die viel Geld, aber wenig Zeit haben, klar ist, dass sie jemanden brauchen, der sie durch solche Zeiten schleust. Zum anderen können Banken diese Funktionen in ihrer jetzigen Verfassung kaum ausfüllen. Die meisten von Ihnen schwanken – Corona hin, Corona her – einer ungewissen Zukunft entgegen, sie suchen und ändern dauernd ihre Geschäftsmodelle und sie stehen unter einem enormen Sparzwang, der sich insbesondere auf die Personalstabilität negativ auswirkt. Das ist keine Basis für ein gutes Private Banking.

## Aber ist der Bankensektor nicht eine bekannte Institution, auf die man in solchen Zeiten, in denen man Sicherheit sucht, lieber zurückgreift, als Neues auszuprobieren?

Seien wir ehrlich: Die Banken von heute haben mit denen von vor zehn oder zwanzig Jahren nicht mehr viel zu tun. Sie sind keine gesunden Boliden mehr, die über große Macht im Wirtschaftsleben verfügen. Es sind schwankende Institutionen,

## „Die Krise zeigt für mich: Ohne persönliche Kontakte geht es in unserem Geschäft nicht.“

die mit aller Macht versuchen, Personal los zu werden, digitaler zu werden, standardisierter zu agieren. Das ist das Gegenteil von dem einstigen Service-Anspruch. Wenn Banken heute als Reaktion auf die Krise etwa die Beleihungsgrenzen für Wertpapiere drastisch senken und damit den Spielraum für Vermögende genau in dem Augenblick verringern, in dem die einen bräuchten, dann zerstört das Vertrauen. Kunden schätzen es nicht, dass Banken bei Regen die Schirme einziehen, Personal abbauen, Beleihungsgrenzen verringern.

## Wie können das Unabhängige nutzen?

Wir profitieren ja zum Beispiel ganz unmittelbar von dem Bankenverhalten durch das reichhaltige Personalangebot. Wir könnten sofort erfahrene Banker einstellen, die langjährige Kundenbeziehungen vorweisen können. Übrigens verzeichneten wir zu Jahresbeginn den größten Mittelzufluss unserer Unternehmensgeschichte.

## Müssen Unabhängige Digitales Banking voranbringen?

Die Krise zeigt für mich: Ohne persönliche Kontakte geht es in unserem Geschäft nicht. Während im Restaurantbereich Lieferdienste und im Gesundheitswesen Online-Apotheken etc.

boomen, ist in der Vermögensverwaltung von einem Schub des digitalen Angebotes nichts zu spüren. Hier findet – gerade in und durch die Krise – eine Rückbesinnung auf den Wert persönlicher Kontakte statt. Das ist gut für unabhängige Vermögensverwalter.

## Tut mehr Kooperation not?

In dieser Krise rücken – wenn auch hoffentlich vorerst nur virtuell – alle enger zusammen. Wir merken das etwa durch die Anzahl von Webinaren und Onlinekonferenzen, zu denen wir von Kollegen eingeladen werden. Wir suchen nach sinnvollen Kooperationsmöglichkeiten, ja.

## Corona und die Börsen

# MIT SICHERHEITSMARGE AN DEN CHANCEN VON AKTIEN PROFITIEREN

Frank Fischer, Shareholder Value Management AG

Die Korrektur an den Märkten kam schon fast einem Blutbad gleich: Als die Welt begriffen hatte, dass das Corona-Virus eine weit größere Wirkung auf die globalen Märkte und die Konjunktur hat, als dies vorher angenommen wurde, kam es an den Börsen weltweit zu einem wahren Ausverkauf. Im Januar, als das Virus in China zuerst auftauchte, waren die Kursrückgänge zunächst nur moderat und von kurzer Dauer. Es wurden an den Börsen sogar weiter neue Rekordstände verzeichnet. Doch von einem zum anderen Tag war die Zuversicht dahin. Dabei traf es nicht nur Aktien, deren Lieferkette direkt mit China, Südkorea oder Italien betroffen sind. Der Ausverkauf betraf alle Aktien.

### Volatilität als Chance

Viele Investoren wurden auf dem falschen Fuß erwischt, denn die Heftigkeit, mit der die Kurse abstürzten, war schon bemerkenswert. Doch eine erhöhte Volatilität kann auch Chancen bieten, vor allem nach der Rally der letzten Monate. Denn in solchen Marktphasen sollte man sich immer wieder fragen: Warum habe ich in diese oder jene Aktie investiert? Das Credo der Shareholder Value Management AG lautet: Wir beteiligen uns für die Investoren des „Frankfurter Aktienfonds für Stiftungen“ und aller anderen Mandate unternehmerisch. Wir sind damit Teil einer Firma. Und die Sicherheit, dass wir wissen, dass dort ein richtig gutes Produkt oder eine gute Dienstleistung angeboten wird und eine Familie oder ein einzelner Eigentümer für uns die Firma weiterentwickelt, hilft, mit Angstsituationen entspannter umzugehen und die Volatilität als Chance zu begreifen. Denn gerade in Phasen, in denen an der Börse die Angst dominiert, sollte man dies wie einen Schlussverkauf betrachten: Man kauft ein Unternehmen, bzw. ein Teil eines guten Unternehmens zu einem günstigen Preis. Dann kann man sich auf die Erträge freuen, die in Zukunft kommen.

### Bewertung und Sicherheitsmarge

Man braucht aber eine klare Vorstellung zum Wert eines Unternehmens. Dazu schauen wir uns insbesondere die Cashflows an und berechnen, wie hoch der Wert der ganzen Firma ist. Erst



Frank Fischer ist CEO und CIO der Shareholder Value Management AG

dann kann man mit einer Sicherheitsmarge agieren. Danach muss man nur geduldig warten, bis der Markt dies realisiert und eine Höherbewertung erfolgt. Das bringt dann den Kursgewinn. Bis dahin wird man im Idealfall mit einer Prämie in Form einer guten Dividende belohnt. Natürlich gelingt es in den allerwenigsten Fällen zum Tiefstkurs einzukaufen. Aber man kann in solchen Phasen gewiss sein, dass man die Aktie mit einer Sicherheitsmarge erworben hat, sofern der tatsächliche Preis unterhalb des ermittelten Wertes liegt. Das ist uns als Value-Investoren sehr wichtig.

### Nachhaltiges Investieren aus Überzeugung

Doch zur Sicherheitsmarge und einer günstigen Bewertung kommt noch etwas hinzu: Die Einhaltung strenger Nachhaltigkeitskriterien. Diesen Kriterien fühlen wir uns verpflichtet – und das aus Überzeugung. So haben wir den „Frankfurter Aktienfonds für Stiftungen“ schon seit Jahren ganz darauf ausgerichtet. Zum einen haben wir einen eigenen, hauptverantwortlichen Analysten, der die Einhaltung der Kriterien genau

überwacht. Doch damit nicht genug: So überprüft das externe und unabhängige Nachhaltigkeitsratinghaus Sustainalytics bis ins Kleinste hinein das Anlageuniversum des Fonds. Deshalb investieren wir zum Beispiel nicht in Unternehmen, deren Umsatz zu mehr als fünf Prozent durch Entwicklung, Herstellung oder den Vertrieb von Rüstungsgütern oder die Herstellung oder den Vertrieb von Tabakwaren erwirtschaftet wird. Gleiches gilt für Produktionsarten, die Menschen- und Arbeitsrechtsverletzungen tolerieren. Bei der Entwicklung dieser ESG-Kriterien haben wir uns an Einschränkungen, die die Evangelischen Kirche erarbeitet hat, orientiert. Damit wird auch die Einhaltung der sozialen- und Governance-Aspekte garantiert.

## FRANK FISCHER IM GESPRÄCH

### „Ohne ausreichende Sicherheitsmarge investieren wir nicht!“

Frank Fischer ist CEO und CIO der Shareholder Value Management AG. In dieser Funktion ist er mit seinem Team für Mandate wie den Frankfurter Aktienfonds für Stiftungen, den Frankfurter Stiftungsfonds und die Share Value Stiftung verantwortlich.

#### Frage: Herr Fischer, wie geht man als Asset Manager mit einer Situation wie dem Ausverkauf nach der Ausbreitung des Corona-Virus um?

Fischer: Solche Ereignisse sind natürlich nicht vorherzusehen. Das sind die berühmten „Schwarzen Schwäne“, die immer mal wieder über die Märkte hereinbrechen. Wir sind aber auf solche Situationen vorbereitet. Wir haben immer eine Liste von Unternehmen, die wir ständig analysieren und beobachten. Und wenn sich bei einem solchen Ausverkauf günstige Gelegenheiten ergeben und die Aktien mit einer Sicherheitsmarge zu bekommen sind, nehmen wir diese Titel gezielt neu in unsere Portfolios auf, bzw. stocken die bestehenden Positionen auf.

#### Frage: Müssen Sie in solchen Marktphasen nicht auch Titel notgedrungen verkaufen?

Fischer: Der Frankfurter Aktienfonds für Stiftungen ist zwar Aktien-lastig, aber immer noch ein Mischfonds. Da kommt das nur sehr selten vor. Wir haben darüber hinaus die Möglichkeit, die Portfolios abzusichern. Und in dieser konkreten Situation war es so, dass die Märkte zuvor ein Allzeithoch nach dem anderen erreicht hatten. Da waren viele Titel für uns als Value-

Investoren einfach zu hoch bewertet, sprich zu teuer. Ohne ausreichende Sicherheitsmarge investieren wir aber nicht. Denn wir spekulieren nicht, wir investieren. Und darüber hinaus müssen die Aktien auch über eine gewisse Qualität verfügen.

#### Frage: Was verstehen Sie darunter, wenn Sie von ‚Qualität‘ reden?

Fischer: Qualitätsaktien sind für uns Titel von Unternehmen, die von ihren Gründern als Ankeraktionäre lange begleitet werden, die nicht auf den Tag oder die Woche, sondern auf die Zukunft hin ausgerichtet sind. Es sind Unternehmen, die nicht unbedingt ein spektakuläres, sondern ein konsistentes Umsatz- und Gewinnwachstum zeigten und dies über Jahren hin – und nicht nur für ein paar Quartale – unter Beweis gestellt haben. Beispiele dafür sind etwa die Google-Mutter Alphabet, oder auch der britische Versicherer Diploma PLC.

#### Frage: Die Titelauswahl ist natürlich wichtig, aber mit welcher Methodik analysieren und beurteilen Sie die gesamte Wirtschafts- und Konjunkturlage?

Fischer: Dazu haben wir unser „Mister Market Cockpit“ entwickelt. Hier führen wir alle verfügbaren und uns wichtigen Indikatoren zusammen, die uns bei der Beurteilung der Marktentwicklung helfen. Trotzdem halten wir uns nicht sklavisch an die Ergebnisse der Modelle, sondern ordnen sie in den jeweiligen Gesamtkontext ein. Dieses „Cockpit“ ist übrigens für jeden Anleger auf unserer Webseite nachvollziehbar (<https://shareholdervalue.de/mm/>). Aber man muss fairerweise sagen, dass diese Indikatoren nur in „normalen“ Zeiten aussagekräftig sind. Für Ausnahmesituationen wie in der Corona-Pandemie helfen sie nicht.

#### FRAGE: Zum Schluss noch eine Frage zu den Nachhaltigkeitskriterien, die für all Ihre Mandate gelten. Warum beziehen Sie die ESG-Kriterien der Evangelischen Kirche mit ein?

Fischer: Zum einen sind sie strenger als die herkömmlichen Kriterien. Zum anderen hat dies historische Gründe. So beraten wir die Share Value Stiftung, die von unserem leider viel zu früh verstorbenen Gründungsmitglied Günter Weispfenning eingerichtet wurde. Zweck der Stiftung ist die Beschaffung von Mitteln für gemeinnützige Einrichtungen, in denen in christlichem Sinn Hilfe geleistet wird. Übrigens: Das Stiftungsvermögen ist ausschließlich in Aktien angelegt.

Die erste Ausschreibungsplattform  
für Private Banking-Mandate



Neue Kunden  
gewinnen.  
Ohne zu werben.

Auch für Vermittler

## Erkenntnisse

## EIN HALBES MILLENNIUM SÄKULARE STAGNATION

### ROBOTER AUF DEM VORMARSCH UND AUF IHREN SCHULTERN AUCH ETFs

**AUTOR:** O. Kaya, Deutsche Bank Research

**TITEL:** Deutsche Robo-Advisors

**ZUSAMMENFASSUNG:** Sind deutsche Privatanleger für Robo-Advisors bereits empfänglich? Und wie sieht es in dieser Hinsicht mit ETFs aus? Kann eines dieser beiden Angebote Katalysator des jeweils anderen sein? Kaya antwortet darauf in seiner Kurzzusammenfassung seines empirisch fundierten Überblicks und Kommentars zu „Algorithmen als Turbo für die passive Geldanlage“ in Deutschland wie folgt: „Privatkunden in Deutschland haben bisher relativ wenig Interesse an passiven Anlagealternativen gezeigt, verglichen mit traditionellen Investmentfonds. Robo-Advisors, die vor allem in ETFs investieren, gewinnen jedoch immer mehr Kunden und steigern ihr verwaltetes Vermögen. 2025 könnten sie etwa EUR 25-35 Mrd. verwalten, gegenüber EUR 4 Mrd. heute. Dieser Trend dürfte zu höheren ETF-Investitionen von Privatkunden in Deutschland führen. Robo-Kunden schätzen Effizienz und Autonomie in finanziellen Angelegenheiten. Trotz ihrer Vorliebe für digitale Angebote und ihrer Online-Affinität besuchen sie aber immer noch Filialen.“

[Link zur Studie:](#)

### KRYPTO-ANLEGER DECHIFFRIERT

**AUTOREN:** D. M. Lammer, T. Hanspal, A. Hackethal, verschiedene Universitäten

**TITEL:** Who Are the Bitcoin Investors? Evidence from Indirect Cryptocurrency Investments

**ZUSAMMENFASSUNG:** Die leitende Frage der Studie lautet: gibt es typische Merkmale für Anleger in Kryptowährungen (in diesem Fall in Form indirekter Investitionen etwa über Indizes) – und wenn ja, welche? Die empirische Untersuchung kommt zu dem Ergebnis, dass Anleger in Kryptowährungen durchaus dem Bild entsprechen, das man vielleicht erwartet: Sie sind sehr aktive Trader, neigen zu typischen Investment Biases (was Unterperformance wahrscheinlich macht), unterhalten riskante Portfolios, neigen sonst eher zu idiosynkratischen Investitionen,

sind technologieaffin und jung. Und bei den Krypto-Anlegern handelt es sich mehrheitlich um Männer. Der durchschnittliche Krypto-Anleger erhöht log-in- und Handelsaktivität bedeutend nach dem ersten Kauf von Kryptowährungen.

Basis der Entschlüsselung des deutschen Kryptoanlegers durch die Autoren ist ein umfassender Datensatz einer großen deutschen Onlinebank.

[Link zur Studie:](#)

### TIEFES LERNEN IM FINANZBEREICH

**AUTOREN:** A. M. Ozbayoglu, M. U. Gudeleka, O. B. Sezer, TOBB University of Economics and Technology, Ankara

**TITEL:** Deep Learning for Financial Applications: A Survey

**ZUSAMMENFASSUNG:** Die Autoren geben einen umfassenden Literaturüberblick über einen Teilbereich Lernender Maschinen, über Deep-Learning-Anwendungen im Finanzbereich. Deep-Learning-Strategien haben deshalb erhöhte Aufmerksamkeit erhalten, weil sie im Ruf stehen, im Hinblick auf Mehrerträge besonders erfolgreich zu sein. Der Überblick ist sowohl an Forscher wie an Praktiker gerichtet und beantwortet u.a. folgende Fragen: Welche DL-Anwendungen gibt es im Finanzbereich? Welche Forschungsbefunde gibt es zu diesen Anwendungen? Welche Teilbereiche sind aus Forschungs- und Praktikerperspektive vielversprechend? Welche DL-Modelle finden sich in einzelnen Anwendungsbereichen? Wie schneiden DL-Modelle im Vergleich zu traditionellen Modellen ab? Mit welchen Wegen der Forschung zu DL ist im Finanzbereich zukünftig zu rechnen?

[Link zu Studie:](#)

### CLUSTERANALYSE BEI DIVERSIFIKATION

**AUTOREN:** M. Kolrep, H.Lohre, E. Radatz, C. Rother; Invesco Quantitative Strategies

**TITEL:** Economic versus statistical clustering in multi-asset multi-faktor strategies

**KURZZUSAMMENFASSUNG:** Die Autoren des Beitrags wenden die

Clusteranalyse auf das Problem der risikobasierten Diversifikation eines Portfolios im Rahmen eines Multi-Faktor-Ansatzes an. Die Clusteranalyse ist ein etabliertes Verfahren der multivariaten Statistik, das etwa in der Biologie, der Astronomie oder auch diversen Zweigen der Sozialwissenschaft breit genutzt wird, das aber wohl im Finanzbereich bisher eher wenig Verwendung fand. Motiviert wird der Einsatz der Cluster-Analyse im Rahmen der Asset-Allokation durch den Umstand, dass die bei etablierten Strategien verwendeten Korrelations-Matrizen gewisse Nachteile haben und zu komplex sind, um vollständig durchanalysiert zu werden. Daher werden komplexitätsreduzierende Strategien gesucht, die diese Probleme nicht haben. Die einfachste dieser Strategien ist z.B. die berühmt-berüchtigte 1/N-Heuristik, es geht aber dann doch auch ein wenig komplexer: und dann bietet sich die hierarchische Clusteranalyse an, die erstmals von de Prado 2016 für die Assetallokation als nützliche Technik vorgeschlagen und skizziert wurde. Die Autoren stellen zunächst diese Strategie im Zusammenhang mit der Portfoliodiversifikation vor und vergleichen dann die Ergebnisse dieses Verfahrens mit einigen anderen Strategien: 1/N; Minimum-Variance, Diversified Risk Parity. Sie zeigen Leistung sowie Vor- und Nachteile auf, und testen auch eine Methode, um den Nachteil hoher Transaktionskosten beim Clusteranalysen-Portfolio in einem modifizierten Ansatz zu mildern.

[Link zur Studie in „Risk and Reward 01, 2020“, S. 26:](#)

---

## 500 JAHRE SUPERSÄKULARE STAGNATION

**TITEL:** Eight centuries of global real interest rates, R-G, and the ‘suprasecular’ decline, 1311–2018

**AUTOR:** Paul Schmelzing, Bank of England

**ZUSAMMENFASSUNG:** Die hier angezeigte Arbeit ist die aktuellste online erhältliche Version der Forschungen von Schmelzing zur langfristigen historischen Entwicklung von Realzinsen. Ergebnisse zirkulieren seit 2017 unter Finanzexperten und auch in der breiteren englischsprachigen Öffentlichkeit; seit Beginn dieses Jahres werden sie auch in deutschen Medien rezipiert. Anlass für die Resonanz in Deutschland war wohl unter anderem das hier vorliegende Arbeitspapier des deutschsprachigen Autors. Um es gleich vorweg zu sagen: Wer Anhänger der modernen These der säkularen Stagnation ist, wird von Schmelzings Befunden herausgefordert. Seine

Forschungen führte er überwiegend im Rahmen seiner 2019 abgeschlossenen Dissertation in Harvard durch, wobei er davon profitierte, dass er durch den Staub der Archive und vieler bisher nicht ausgewerteter Originalunterlagen in Europa ging. Ein Ergebnis dieser nur im wörtlichen Sinne staubtrockenen Arbeit an den historischen Quellen ist, dass die Realzinsen nicht erst seit Ende der 1980er Jahren rückläufig sind, sondern im Großtrend schon seit Beginn der Neuzeit. Demnach waren z.B. die 1980er Jahre eher Abweichungen nach oben von diesem sehr langfristigen Großtrend. Es sei daher auch kein langfristiger Wiederanstieg der sicheren Realzinsen auf angebliches Normalniveau zu erwarten – egal mit welchen Maßnahmen aus der Handwerks- und Trickkiste der Geld- oder Fiskalpolitik man dies auch versuche. Damit richtet sich Schmelzing auch gegen Auffassungen, wie sie in den USA von prominenten Ökonomen vertreten werden, die insbesondere fiskalpolitische Instrumente empfehlen, um die Realzinsen wieder nach oben zu bugsieren. Vielmehr hält es der Autor durchaus für möglich, dass man aufgrund des 500jährigen Großtrends fallender Zinsen auch langfristig in den Bereich der Negativ-Realzinsen eintauchen wird. Wo wir dann in 500 Jahren theoretisch landen könnten, möchte man dann gar nicht ausrechnen – obwohl es dazu gleichfalls schon ironische Kommentare gibt. Schmelzing beobachtet aber nicht nur einen tendenziellen Fall des Realzinses – um es in Anspielung an Marxens tendenziellen Fall der Profitrate zu formulieren, sondern auch einen tendenziellen Fall der Returns bei anderen Assets. Er zieht daraus aber nicht die Folgerungen von Marx, vielmehr bleibt er streng an der Empirie orientiert und erwägt für diese langfristigen Trends vorsichtig verschiedene Ursachen als Möglichkeiten. Eine Kausalerklärung ist offenbar nicht ganz einfach. Schmelzing widerspricht auch explizit der These von Marxens Wiedergänger im 21. Jahrhundert, Thomas Piketty, der von einer historisch langfristig stabilen realen Rendite ausgeht.

[Link zur Studie:](#)

---

firstfive-Sieger

## FIRSTFIVE – TOPRANKING

Hier eine Auswahl aus den aktuellen firstfive-Ranglisten (Stand 29.2.2020) der erfolgreichsten Vermögensverwalter. In der konservativen Risikoklasse dominiert der Rentenanteil. In der ausgewogenen Risikoklasse sind Renten und Aktien gleichgewichtet. In der moderat dynamischen Risikoklasse dominieren Aktien. Und in der dynamischen Risikoklasse wird nur in Aktien angelegt.

| 12 Monate, Risikoklasse: konservativ |             |              |  |
|--------------------------------------|-------------|--------------|--|
| Platz                                | Performance | Sharpe-Ratio | Vermögensverwaltung  |
| 1.                                   | 9.39%       | 2.97         | "Liechtensteinische LB (Österreich) AG, Wien<br>Strategie: EM Anleihen - Total Return" |
| 2.                                   | 7.71%       | 3.23         | "HUBER, REUSS & KOLL. Vermögensverw. GmbH,<br>München Strategie: Renten Spezialmandat" |
| 3.                                   | 5.89%       | 1.21         | "LIQID Asset Management GmbH, Berlin<br>Strategie: Global 50"                          |
| 4.                                   | 5.39%       | 1.53         | "Hypo Vermögensmanagement, Innsbruck<br>Strategie: HVM Exklusiv Stabil"                |
| 5.                                   | 5.13%       | 1.50         | "von der Heydt & Co. AG, Frankfurt<br>Strategie: I - defensiv"                         |

| 12 Monate, Risikoklasse: ausgewogen |             |              |  |
|-------------------------------------|-------------|--------------|--|
| Platz                               | Performance | Sharpe-Ratio | Vermögensverwaltung  |
| 1.                                  | 9.71%       | 1.48         | "BPM - Berlin Portfolio Management GmbH, Berlin<br>Strategie: ausgewogen II"           |
| 2.                                  | 7.13%       | 0.95         | "ODDO BHF Trust GmbH, Frankfurt am Main<br>Strategie: Konservatives Aktien/Renditepot" |
| 3.                                  | 7.07%       | 1.78         | "M.M. Warburg & CO, Hamburg<br>Strategie: Konservativ international I"                 |
| 4.                                  | 6.96%       | 1.06         | "LIQID Asset Management GmbH, Berlin<br>Strategie: Impact 70"                          |
| 5.                                  | 6.13%       | 0.91         | "von der Heydt & Co. AG, Frankfurt<br>Strategie: Strategie 50% Aktien"                 |

| 12 Monate, Risikoklasse: moderat dynamisch |             |              |   |
|--|-------------|--------------|---|
| Platz                                      | Performance | Sharpe-Ratio | Vermögensverwaltung   |
| 1.   | 11.53%      | 1.45         | "Rhein Asset Management, Düsseldorf/Wasserbillig<br>Strategie: Dynamisch International" |
| 2.   | 11.47%      | 1.64         | "Volksbank Kraichgau Family Of ce, Wiesloch<br>Strategie: FO Offensiv"                  |
| 3.   | 7.80%       | 0.98         | "ODDO BHF Trust GmbH, Frankfurt am Main<br>Strategie: Dynamisch Total Return"           |
| 4.   | 6.57%       | 0.73         | "LIQID Asset Management GmbH, Berlin<br>Strategie: Impact 90"                           |
| 5.   | 6.27%       | 0.62         | "Bankhaus Lampe KG, Düsseldorf<br>Strategie: Wachstum nachh. Global"                    |

| 12 Monate, Risikoklasse: dynamisch |             |              |  |
|------------------------------------|-------------|--------------|--|
| Platz                              | Performance | Sharpe-Ratio | Vermögensverwaltung  |
| 1.                                 | 11.88%      | 1.07         | "ODDO BHF Trust GmbH, Frankfurt am Main<br>Strategie: Int. Aktiendepot"                    |
| 2.                                 | 11.75%      | 1.03         | "Rhein Asset Management, Düsseldorf/Wasserbillig<br>Strategie: Analytic Concept dynamisch" |
| 3.                                 | 11.06%      | 1.03         | "Volksbank Kraichgau Family Of ce, Wiesloch<br>Strategie: FO Dynamik"                      |
| 4.                                 | 8.00%       | 0.64         | "Bankhaus Lampe KG, Düsseldorf<br>Strategie: Dynamik nachh. Global"                        |
| 5.                                 | 7.29%       | 0.82         | "Donner & Reuschel AG, Hamburg<br>Strategie: Aktien weltweit"                              |

| 5 Jahre: Risikoklasse: konservativ |             |              |  |
|------------------------------------|-------------|--------------|--|
| Platz                              | Performance | Sharpe-Ratio | Vermögensverwaltung  |
| 1.                                 | 32.98%      | 1.35         | "HUBER, REUSS & KOLL. Vermögensverw. GmbH,<br>München Strategie: Renten Spezialmandat"   |
| 2.                                 | 18.12%      | 1.00         | "Liechtensteinische LB (Österreich) AG, Wien<br>Strategie: EM Anleihen - Total Return"   |
| 3.                                 | 11.06%      | 0.49         | "Commerzbank, Vermögensverwaltung, Frankfurt am<br>Main Strategie: Konservativ Weltweit" |
| 4.                                 | 9.40%       | 0.50         | "ODDO BHF Trust GmbH, Frankfurt am Main<br>Strategie: Konservatives Renditedepot"        |
| 5.                                 | 8.68%       | 0.44         | "Bankhaus Neelmeyer AG, Vermögensverwaltung,<br>Bremen Strategie: konservativ"           |

| 5 Jahre: Risikoklasse: dynamisch |             |              |   |
|----------------------------------|-------------|--------------|---|
| Platz                            | Performance | Sharpe-Ratio | Vermögensverwaltung   |
| 1.                               | 37.01%      | 0.58         | "ODDO BHF Trust GmbH, Frankfurt am Main<br>Strategie: Int. Aktiendepot"                 |
| 2.                               | 21.04%      | 0.40         | "Rhein Asset Management, Düsseldorf/Wasserbillig<br>Strategie: Dynamisch International" |
| 3.                               | 20.56%      | 0.38         | "BTV Vermögensmanagement, Stadtforum, Innsbruck<br>Strategie: VM Premium Offensiv"      |
| 4.                               | 20.37%      | 0.42         | "DJE Kapital AG, Pullach<br>Strategie: dynamisch"                                       |
| 5.                               | 18.48%      | 0.43         | "Volksbank Kraichgau Family Of ce, Wiesloch<br>Strategie: FO Offensiv"                  |