

# Private Banker

---

Ausgabe  
02 | 2021

Das Vermögensverwalter eMagazin

**Bitcoin als Geldanlage**

**Wirtschaftsprüfer für Vermögensverwalter**

**Fondsboutique oder Private Banker?**

Titel

---

## PRÜFUNGSMATCHING – WER PASST ZU WEM

---

Von Elmar Peine

---

**M**it ihren Wirtschaftsprüfern fühlen sich unabhängige Vermögensverwalter bekanntermaßen ganz wohl. In einer Befragung, die der Private Banker 2017 machte, zeigten sich 80 von 81 Verwaltungen „zufrieden“ oder „sehr zufrieden“. Und das, obwohl die Anforderungen an die Prüfung von Finanzdienstleistern sehr hoch sind und immer weiter steigen. Wer sich mit einem der Prüfer unterhält, dem schwirrt schnell der Kopf vom Begriffsdschungel aus Aufsichtsbehörden (BaFin und Bundesbank), Prüfungen (WpHG und KWG) und gesetzlichen Regularien. Immer Neues kommt auf die Branche zu, zuletzt das KAGB, die MaRisk und MiFID II. Gerade beschäftigt die Verwalter die Offenlegungsverordnung zum Thema Nachhaltigkeit. Und am Horizont taucht schon die nächste Herausforderung, das Wertpapierinstitute Gesetz (WpIG), auf.

Diese ganzen Regulierungen müssen Wirtschaftsprüfer für Finanzdienstleister kennen und berücksichtigen. Wer da nur eine kleine Verwaltung mit Provisionserträgen von weniger als einer halben Million Euro zu prüfen hat, für den lohnt sich der Aufwand eigentlich kaum. Es wäre also zu erwarten, dass sich einige Spezialisten, die die Mühe nicht scheuen und genug Mandanten zusammenbekommen, den Markt der Finanzdienstleister aufteilen. Doch solche Tendenzen sind bislang auf breiter Front kaum verspürbar. Um etwa die im VuV vereinigten rund 200 Vermögensverwaltungen kümmern sich bislang noch mehr als 100 verschiedene Wirtschaftsprüfer. Es gibt zwar einige spezialisierte Prüfungsgesellschaften (s. Liste unten), aber viele Prüfer haben nur einen „Finanzkunden“. Aus unserer Sicht hat sich in den vergangenen Jahren daran nicht viel geändert. Andere Beobachter konstatieren eine „längerfristige Tendenz zu einer stärkeren Konzentration auf die Spezialisten“, aber besonders ausgeprägt, das gibt man zu, sei die nicht.

Gründe dafür, warum es nicht schneller geht, finden sich viele. Zum einen trennen sich gerade die inhabergeführten kleineren Vermögensverwalter nur ungern von ihren vertrauten Dienstleistern. Das persönliche Verhältnis, das sich da oft entwickelt hat, gilt vielen mehr als eine hochaktuelle Passgenauigkeit einer Prüfung. Da erklärt man als Verwalter lieber nochmal, was Zertifikate von Fonds unterscheidet und beantwortet ein paar mehr Nachfragen der Aufsicht. Und die scheint ihrerseits bei den Kleinen nicht besonders streng zu sein. Man erlässt zwar am Fließband neue Regelungen, weiß aber andererseits um die begrenzten Ressourcen etwa in klassischen Ein-Mann-Verwaltungen und den zugehörigen langjährigen Wirtschaftsprüfungen. Es komme zwar hin und wieder vor,

---

## INHALT

### 02 Prüfungsmatching – Wer passt zu wem

Elmar Peine

### 04 Kein Klumpenrisiko im Mandanten-Portfolio

Gespräch mit Jürgen App

### 06 Kryptos als Geldanlage

Innovationen

### 10 Fondsboutique oder diskretionärer Vermögensverwalter?

Gespräch mit Dr. Eckhard Schulte

### 12 Mit Marktschwankungen Überrenditen erzielen

Scott Berg

### 13 Leistungsversprechen auch in 2020 gehalten

Marco Wunderlich

### 14 Was Kunden wirklich wollen – Entscheidungsstärke!

Christoph Endter

### 16 Quantenkryptoökonomie

Neue Studien

### 18 firstfive – Topranking

Die besten Vermögensverwalter

dass die Aufsicht einer Verwaltung rate, den Prüfer zu wechseln, aber einen konkreten Fall hat da niemand zur Hand. Das Stichwort ist die Proportionalität von Prüfung und Bedeutung der Verwaltung. Heißt konkret: Je kleiner eine Verwaltung ist, desto weniger tief muss man sie prüfen und vice versa.

Hinter vorgehaltener Hand – offen redet man in der Szene nur ungern kritisch über die Aufsicht – bemängeln die Verwalter sowieso, dass zweierlei Maß angelegt werde. Bei Fintechs würde quasi alles erlaubt, während man die Vorgaben für alteingesessene solide Vermögensverwalter immer mehr verdichte. Wenn BaFin und Bundesbank da auch noch die millimetergenaue Umsetzung der Vorschriften selbst in den kleinsten Unternehmen fordern würden, könnte es zu einem Sturm der Entrüstung kommen, den sich insbesondere die BaFin momentan wohl gar nicht leisten könnte.

Während die kleinen Verwaltungen also an ihren hergebrachten Strukturen festhalten, kommt für die größten Unabhängigen, die sich selbst manchmal schon fast für systemrelevant halten, häufig und gerne nur eine der „Big Four“ in Frage. Deloitte scheint momentan unter den Großen die Nase vorn zu haben. Von einer der international agierenden Gesellschaften geprüft zu werden, mag auch imagefördernd sein. Dafür nimmt man den verbundenen (teils unnötigen) Aufwand gerne in Kauf.

Am stärksten in Bewegung ist augenscheinlich der Sektor der mittelgroßen Verwaltungen, die mehr oder minder stark wachsen, und an die früher oder später höhere regulatorische Anforderungen gestellt werden. Kleine unspezialisierte Wirtschaftsprüfer sind in diesem Bereich der Branche zunehmend überfordert. Mit der Materie Vertraute raten andererseits davon ab, eine der ganz großen Prüfungsgesellschaften zu engagieren. Die schösse dann womöglich mit Kanonen auf Spatzen, komme mit 30seitigen Fragebögen und absorbiere viel zu viel der kostbaren Ressourcen einer mittelständischen Vermögensverwaltung.

Es bleibt also für die Mittelgroßen die Aufgabe, einen geeigneten Wirtschaftsprüfer zu finden, der einerseits genug Spezialist ist, die regulatorischen Anforderungen abzarbeiten, andererseits keine unnötige Dynamik entfacht. Nero Knapp, Geschäftsführer und hochangesehener Regulierungsexperte im VuV, kennt das Problem seiner Mitglieder: „In der Unabhängigen Vermögensverwaltung wird aufgrund der dynamischen Veränderungen in Form von Regulierung und Digitalisierung immer stärker externes Spezialwissen hinzugezogen werden müssen. Die Gefahr besteht, dass sich da an vielen Stellen ein schwer durchschaubares Eigenleben mit immer komplexeren Anforderungen entwickelt. Der Verwalter muss bei der Wahl der richtigen Dienstleister daher darauf hoffen, dass diese das Feingefühl für Proportionalität nicht der Lust an einer ungehemmten Entfaltung des jeweiligen Spezialwissens opfern.“

Eigentlich könnte die Stunde mittelgroßer Wirtschaftsprüfungskanzleien schlagen, doch die haben zwei Probleme. Zum einen haben sie sich meist schon lange aus dem nicht besonders lukrativen Bereich der Vermögensverwaltung zurückgezogen

oder hatten den noch nie besetzt, das heißt es fehlt ihnen die Erfahrung. Zum anderen scheitert der Einkauf von diesbezüglichem Expertenwissen oft daran, dass die Platzhirsche in den Prüfungsgesellschaften keinen Platz machen (s. Interview App).

Und so läuft das Geschäft auf die Prüfer zu, die sich schon seit langem mit der unabhängigen Vermögensverwaltung beschäftigen, die Kunden und vor allem auch die Aufsicht kennen und wissen, was nötig ist. Die Jurowskys, Mosebachs und Apps werden wohl die Hauptprofiteure der zu erwartenden Marktentwicklung sein, wenn Sie bereit sind zu wachsen und entsprechende Strukturen vorzuhalten. Dass es nicht zu der „ungehemmten Entfaltung des Spezialwissens“ kommt, dazu können aber auch die Kunden einen Beitrag leisten, indem der finanzielle Rahmen, genauer die Entlohnung, diesbezügliche Neigungen gar nicht erst entstehen lässt. In der RenditeWerk-Befragung von 2017 hatten nur drei von 81 Verwaltungen angegeben, den Prüfer per Ausschreibung gefunden zu haben. Das werden in Zukunft hoffentlich mehr werden.

---

## Ausschreibung

---

Für kleinere und mittelgroße unabhängige Vermögensverwalter bedeuten Ausschreibungen zusätzlichen Arbeitsaufwand. Wir möchten mit den folgenden Angaben helfen, den zu verringern. Eine Ausschreibung oder die Aufforderung zur Abgabe unverbindlicher Angebote zur Wirtschaftsprüfung können formlos und als E-Mail an potentielle Bewerber gesandt werden. Wirtschaftsprüfer erhalten häufig solche Einladungen.

### **Die Ausschreibung sollte folgende Angaben zum eigenen Unternehmen beinhalten:**

Name, Standorte, Rechtsform, Zulassungen, tatsächliche Geschäftsfelder, Mitarbeiteranzahl, Kundenzusammensetzung, Bilanzsumme, Provisionserträge, Grobdarstellung der Buchführung und IT-Struktur.

### **Die Ausschreibung sollte zu folgenden Angaben der Wirtschaftsprüfer auffordern:**

Größe und Bedeutung der Wirtschaftsprüfungsgesellschaft; Qualifikation und Erfahrung der/des Prüfers; Entfernung des beratenden Wirtschaftsprüfers zur Vermögensverwaltung; Anzahl Mandanten, davon Finanzdienstleister, davon Vermögensverwalter, Referenzkunden; im Angebot enthaltener Leistungsumfang; Angebotspreis.

### **Spezialisierte Wirtschaftsprüfungen für kleine und mittelgroße Vermögensverwaltungen:**

- Greis & Brosent (Karl-Heinz Brosent); Darmstadt, Düsseldorf; info@greis-brosent.de
- NPP Niethammer, Posewang & Partner GmbH (Stephan Buchert); Hamburg s.buchert@npp.de
- Jurowsky & Partner, (Rainer Jurowsky); Köln, Aachen; technik@jurowsky-partner.de
- App-Audit (Jürgen App); Gensingen; juergen.app@app-audit.de
- Bert & Daiber (Carola Bert); Darmstadt; info@bert-daiber.de
- Ecentis (Gerald Heinen); Oldenburg, Lingen; info@ecentis-wpg.de
- Kanzlei Lang (Evi Lang); München; info@kanzlei-lang.com
- Heßler-Mosebach (Petra Mosebach); Frankfurt
- STG Schwäbische Treuhandgesellschaft (Günther Marz); Kaufbeuren, Memmingen, Kempten, Mindelheim; info@schwaebische-treuhand.de

Mehr auf Finanzdienstleister spezialisierte Wirtschaftsprüfer finden Sie hier:>>

Jürgen App im Gespräch

## KEIN KLUMPENRISIKO IM MANDANTEN-PORTFOLIO

Seit zehn Jahren ist der Gensinger Wirtschaftsprüfer Jürgen App mit App-Audit auf dem Markt. Er gehört mittlerweile zu den meistbeschäftigten Prüfern von kleinen und mittelgroßen Finanzdienstleistern Deutschland. Wir wollten näheres über sein Verhältnis zu Unabhängigen Vermögensverwaltern wissen.

### Private Banker: Warum haben Sie sich als Wirtschaftsprüfer auf Finanzdienstleister spezialisiert?

Jürgen App: Ich war seit meinem Berufsstart in diesem Bereich tätig, habe in einer großen Prüfungsgesellschaft gearbeitet und dort zunächst vor allem Auslandsbanken geprüft und mich dann mit der Selbständigkeit seit 10 Jahren auf Vermögensverwalter, Vermittler und Berater, also kleinere Einheiten, konzentriert.

### PB: Was unterscheidet gute von weniger guten Wirtschaftsprüfern?

Jürgen App: Es gilt, die gesetzlichen und die Anforderungen der Aufsicht vollständig abzuhandeln, die Prüfungshandlungen und durchgeführte Stichproben explizit zu benennen und konkrete Sachverhalte auch ausdrücklich zu beurteilen. Beurteilungen sollten mit Augenmaß erfolgen, müssen sich gleichzeitig aber auch im Rahmen der Anforderungen bewegen. Aktuelle Fokusthemen der Aufsicht sollten dem Prüfer bekannt sein. Diskussionen mit der Aufsicht sollen minimiert werden. Das ist das gemeinsame Ziel aller Beteiligten. Die Aufsicht kann Prüfer übrigens auch ablehnen; das macht sie zwar selten, legt aber vereinzelt den Mandanten nahe, sich einen anderen Prüfer zu suchen.

### PB: Beobachten Sie eine Konzentration im Bereich Wirtschaftsprüfer für Finanzdienstleister?

Jürgen App: Wir beobachten zwei Tendenzen. Manche mittelgroße Prüfungsgesellschaft versucht immer einmal wieder, sich Kompetenz einzukaufen. Das scheitert nach unserer Beobachtung häufig, weil es sehr schnell zu Kompetenzgerangel zwischen den neuen Fachleuten und den alten Platzhirschen bei der Prüfungsgesellschaft kommt. Das endet meist damit, dass die Neuen entnervt das Handtuch werfen. Zum anderen geben viele aber tatsächlich den Finanzdienstleistungsbereich wegen der Komplexität der Anforderungen auf, gerade bei neuen Regulierungsschüben, wenn die kritische Masse an Prüfungsmandaten fehlt und kein explizites Commitment für die Branche besteht. Die Neuregelungen durch MiFID II ab 2018 waren z.B. solch ein Anlass, für 2021 steht Ähnliches an durch das neue Wertpapierinstitutsgesetz, das die KWG-Vorschriften für Finanzdienstleister ablöst.

### PB: Werden Wirtschaftsprüfer eigentlich auch beratend für ihre Mandanten tätig? Oder sind Sie so etwas wie ein externer Aufsichtsrat?

Jürgen App: Ganz grundsätzlich gilt das Selbstprüfungsverbot. Es muss also eine klare Trennung zwischen denen geben,



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

die die Organisation und Prozesse festlegen und definieren, und denen, die die Ordnungsgemäßheit dieser Ausgestaltung prüfen.

### PB: Also keine Hilfe?

Jürgen App: Wir können im Rahmen unseres Mandats durchaus Hinweise geben, z.B. hinsichtlich anstehender Neuregelungen oder geänderter aufsichtlicher Interpretationen. Häufig stellen sich auch Fragen rund um die Kombination von verschiedenen betrieblichen Funktionen wie zum Beispiel die Interne Revision, Compliance, Geldwäsche, Informationssicherheit etc. oder Funktionstrennungsaspekte bei den Geschäftsführern. Hier können wir durchaus im Vorfeld Hinweise geben.

Natürlich interessiert die Finanzdienstleister insbesondere immer, welche Neuerungen regulatorisch anstehen und welche Umsetzungsanforderungen bestehen. Das wird sehr stark nachgefragt. Hier sind wir bei Nichtprüfungsmandaten auch in größerem Umfang beratend tätig und bei Prüfungsmandaten im Rahmen des Möglichen.

**PB: Thema Interessenkonflikt. Dass der Prüfer vom Prüfling bezahlt wird, ist ja aus der Sicht von Interessenkonflikten nicht optimal**

Jürgen App: Stimmt. Diese Konstellation ist seit fast hundert Jahren so im System angelegt und sorgt für gewisse Risiken. Wir selbst wirken dem dadurch entgegen, dass wir eine Vielzahl kleinerer und mittelgroßer Mandanten haben und damit keine große Honorarabhängigkeit von einem oder wenigen Aufträgen. Problematisch wird es bei Prüfern, die einzelne Großmandate haben, die dann auch noch als deren Aushängeschild dienen.

**PB: Wie oft kommt es vor, dass ein Verwalter klar zu erkennen gibt, dass er für sein Geld ein glattes Prüfungsurteil erwartet?**

Jürgen App: Vielleicht wundert Sie das, aber bislang ist uns das noch gar nicht passiert. Vermögensverwalter sind nach meiner Erfahrung trotz aller damit verbundenen Lasten sehr darum bemüht, die Regulationsanforderungen ordnungsgemäß zu erfüllen, um auch den leisesten Anschein unseriösen Handelns zu vermeiden. Niemand will dort eine offene Flanke haben.

**PB: Haben Sie eigentlich schon einmal die Aufsicht über ein Fehlverhalten informieren müssen?**

Jürgen App: Wir haben die Verpflichtung, die Aufsicht unverzüglich zu informieren, wenn z.B. Bestandsgefährdungen zu beobachten sind oder anderweitige gravierende Sachverhalte vorliegen. Das passiert schon vereinzelt. Einmal bestand bei einem Mandat eine größere Forderung, die auszufallen drohte. Die Folge wäre die Insolvenz gewesen. Wenn Kapitalanforderungen erkennbar und absehbar unterschritten werden, muss das ggf. auch direkt angezeigt werden.

**PB: Haben Sie jemals Kundenverhältnisse von sich aus aufgelöst?**

Jürgen App: Auch das ist einige Male passiert. In einem Fall hatte ein Mandant notorisch wesentliche Anforderungen nicht eingehalten und auch keine Änderungsabsichten signalisiert. Dadurch steigt irgendwann der Aufwand für so eine Prüfung unverhältnismäßig an. Es gab auch schon in Einzelfällen bei undefinierten Geschäftsmodellen hartnäckige Verlustsituationen, so dass die dauerhafte mehrjährige Beschäftigung mit daraus resultierenden Themen des Risikomanagements oder potenziellen Insolvenzrisiken ebenfalls zu unverhältnismäßig hohen Aufwänden führte. Wenn dies absehbar ist, trennen wir uns von den Mandaten. Dann hat das einfach keinen Sinn mehr. Derartiges sind aber extreme Einzelfälle und kommt bei funktionierenden Geschäftsmodellen natürlich nicht vor.

## Businessporträt-Reportage

mika schiffer corporate foto



Mika Schiffer Fotografie  
Mobil 0173.9288397  
mika@mikaschiffer.com  
www.mikaschiffer.com

## Studie

## KRYPTOS ALS GELDLANLAGE

Kryptowährungen als Anlageklasse – ihre kurze Historie und mögliche Zukunft



Der Erstbeweger bei einer Neuerung muss sich am Markt nicht zwingend auch als dominante Kraft durchsetzen. Häufig ist es ein Nachahmer, der bestimmte Fehler des Neuerers vermeidet, bisherige Unzulänglichkeiten überwindet, die Gesetze der Markteroberung besser beherrscht oder einfach mehr Glück hat. Unter den Krypto-Zahlungssystemen dominiert bisher Bitcoin, der Erstbeweger. Andere Kryptos – zwischenzeitlich soll ihre Zahl vierstellig sein – folgten mit mehr oder weniger stark modifizierten Varianten. Dennoch führt Bitcoin im Ranking der Preisentwicklung, der Marktkapitalisierung und der öffentlichen Aufmerksamkeit nach wie vor. Es könnte daran liegen, dass sich in diesem Fall der Erstbeweger durchsetzt. Es kann aber auch daran liegen, dass wir uns noch ganz am Anfang einer Evolution befinden, so dass sich die Durchsetzungsfrage noch gar nicht beantworten lässt. Dafür spricht, dass sich bisher weder Bitcoin noch eine der anderen „Kryptowährungen“ als ein alltäglich genutztes Zahlungssystem in nennenswertem Umfang hat durchsetzen können. Das berühmte Bitcoin-White-Paper wurde 2008 ver-

öffentlicht, quantitative Bewertungen erfolgten 2010, Wertsteigerungen stellten sich ab 2012 ein, aber erst seit einigen Jahren stehen Kryptos im Fokus einer breiteren Öffentlichkeit. Eine kurze Spanne Zeit. Auch wenn es bisher für keine der Krypto-„Währungen“ zu einer allseits akzeptierten „Währung“ gereicht hat, reichte „es“, Kryptos als mögliche Geldanlagen attraktiv zu machen. Dieses „es“ ist insbesondere die bisherige Performance von Bitcoin. Im Folgenden werden wir auf Krypto-Zahlungssysteme als Geldanlagen etwas näher eingehen.

Basis hierfür ist das kürzlich erschienene CFA-Booklet „Cryptoassets: The Guide to Bitcoin, blockchain, and cryptocurrency for Investment Professionals“. Es führt kurz in die Kryptowährungen und ihre Technologie ein, um in den Hauptteilen einen aktuellen Überblick über die Krypto-Anlageklasse zu geben, wobei der Schwerpunkt auf Bitcoin liegt. Das Booklet wirft in diesem Zusammenhang kapitelweise vier Fragen auf: Kann für Kryptoassets ein Wert ermittelt werden und wenn ja, wie? Was sind die Ertrags-Charakteristika von Kryptowährungen im „historischen“ Rückblick? Wie wirken sich Kryptowährungen

als Beimischungen auf die Performance eines „traditionellen“ Portfolios aus? Wie sieht die mögliche Zukunft der anlagespezifischen Parameter der Kryptos aus?

## Bewertung von Bitcoin / Kryptowährungen

Die „Fundamentalfrage“, was der „wahre Wert“ eines Kryptozahlungssystems ist, gilt als notorisch schwer zu beantworten. Manche Beobachter bestreiten, dass Bitcoin überhaupt einen sinnvoll bestimmbareren „inneren“ Wert hat. Da generell der Preis von Geldanlagen von Erwartungen abhängt, sind aus dieser Sicht Kryptowährungen ein Gemisch aus unterbestimmten oder gar „falschen“ fundamentalen Erwartungen, aus historisch genährten „naiven“ Preisextrapolationen oder aus spekulativen Erwartungserwartungen. Andere Beobachter glauben, dass Bitcoin einen in Grenzen bestimmbareren Wert hat.

Hougan und Lawant stellen fünf aktuell diskutierte Vorschläge einer Wertbestimmung von Bitcoin vor, die einfache formale Zusammenhänge nutzen: ein Marktpotentialmodell; eine Quantitätsgleichung; ein Netzwerknutzenansatz; eine Produktionspreisberechnung; eine Knappheitsformel.

## Marktpotential

Die Basis dieses Bewertungsansatzes ist das Marktpotential, das eine Kryptowährung ausschöpfen kann. Aber welcher Markt soll es sein? Die Antwort zielt in erster Linie auf die Wertaufbewahrungsfunktion von Bitcoin, und zwar eine bedingte. Denn die gefragte Funktion ist die vermutete Eignung von Bitcoin, ein „sicherer Hafen“ in besonders stürmischen Zeiten zu sein. Nebenbei bemerkt dürfte die Sichere-Hafen-Eigenschaft von Bitcoin bzw. Kryptowährungen – in der Regel im Vergleich mit Gold – seit dem Corona-Crash eines der beliebtesten Forschungsthemen von Wachstumsakademikern mit Statistikambitionen sein. Hougan und Lawant legen ihren Beispielberechnungen des Bitcoins-Werts den Goldmarkt als Potential zugrunde – generell wäre dies aber auf weitere Assets mit Sicherer-Hafen-Qualität auszuweiten.

## Quantitätsgleichung

Eine zweite Wertberechnung orientiert sich an der Zahlungsfunktion von Bitcoin. Der Wert eines Bitcoins wird mithilfe der klassischen Quantitätstheorie des Gelds berechnet, die auf das Segment der jeweiligen Kryptowährung angewandt wird. Der Preis pro Bitcoin wird dementsprechend aus Geldangebot, Umlaufgeschwindigkeit, Preisniveaus der Güter und Handelsvolumen im Kryptosegment abgeleitet.

## Netzwerknutzen

Eine dritte Variante interessiert sich für den Netzwerkcharakter von Kryptowährungen, speziell für den Nutzen eines Netzwerkes. Das Bitcoinsystem ist ein Netzwerk von Rechnern (Knoten), die miteinander verbunden sind (Kanten). Das ermöglicht es, Metcalfes Gesetz anzuwenden. Dieses besagt, dass der

Nutzen bzw. Wert eines Netzwerkes proportional zur Anzahl der Kanten (Verbindungen) oder zum Quadrat der Knoten (Bitcoin-Teilnehmer/Rechner) ist. Daraus lässt sich dann der Wert eines Bitcoins berechnen.

## Produktionskosten

Bei diesem Ansatz wird der Begriff „Mining“ geradezu wörtlich genommen und Bitcoin wie ein Rohstoff behandelt, der zunächst gefördert werden muss. Der Wert eines Bitcoins ergibt sich dann aus den Grenzkosten des Minings im Verhältnis zum erwarteten Ertrag dieser Produktion; in diese Kosten geht insbesondere der Energieverbrauch bei der Schöpfung von Bitcoins ein.

## Knappheit

Hier ist die wertbestimmende Größe, nach der gesucht wird, die Knappheit. Die wird wiederum erfasst mithilfe des Stock-to-flow-Modells. Dabei wird eine Stromgröße ins Verhältnis gesetzt zu einer Bestandsgröße. Der Wert errechnet sich hier aus dem Bitcoinbestand und der Menge an Bitcoins, die in einem Zeitraum (einem Jahr) neu geschaffen werden. Die Studienautoren sind von keiner dieser in letzter Zeit vorgeschlagenen Wertberechnungsmethoden überzeugt. Um einige ihrer Einwände anzuführen: Der Marktpotentialansatz beruhe auf problematischen Voraussetzungen und führe zu Identifikationsproblemen. Die Quantitätsgleichung bekomme bereits Probleme mit der Bestimmung der Geldumlaufgeschwindigkeit von Bitcoin. Der Netzwerkansatz kranke an einer inadäquaten Erfassung der Verteilungsstrukturen im Bitcoin-Netzwerk. Das Produktionskostenargument sei logisch zirkulär, weil der zu erklärende Bitcoinpreis beim Mining bereits vorausgesetzt werden müsse. Das Stock-to-Flow-Modell kranke an einer Verwischung von Kausalrelationen mit Korrelationen. Insgesamt kommen die Autoren zu dem Schluss, dass keine dieser Bewertungsmethoden so substantiiert sei wie die Verfahren, die für klassische Anlagen mit Cash Flow entwickelt worden seien. Hougan und Lawant verorten Bitcoin irgendwo zwischen Rohstoff und Währung. Während Bewertungen von Rohstoffen schwierig seien, seien sie für Währungen fast unmöglich, diese könnten nur „sicher“ bepreist werden, aber nicht durchgehend vernünftig bewertet. Daher schließen Hougan und Lawant eine satisfaktionsfähige Bewertung nicht aus, erwarten diese aber erst von elaborierteren Bewertungsmethoden, die etwa Blockchain- mit Markt-Daten verbinden, aber derzeit noch Zukunftsmusik sind.

## Kryptos im Portfolio

Welche Rolle können Kryptos in einem Portfolio spielen? Antworten auf diese Frage machen den größten Teil des Büchleins aus. Hougan und Lawant betrachten hierzu drei Ertragsdimensionen: die historische Performance von Bitcoin und anderer Kryptoansätze; die Wirkung der Kryptos auf ein diversifiziertes

Portfolio; die mögliche zukünftige Entwicklung der Krypto-Ertrags-Charakteristika.

## Ertragscharakteristika von Bitcoin

Die Ertragshistorie von Bitcoin weist drei Charakteristika auf: Erstens sehr hohe Returns; zweitens sehr hohe Volatilität; drittens sehr niedrige Korrelationen mit traditionellen Assetklassen.

Bitcoin war nach Auskunft der beiden Studienautoren die Geldanlage mit der besten Performance im letzten Jahrzehnt – manche meinen sogar aller Zeiten. Hohe historische Erträge sind also das erste Merkmal von Bitcoin. Am 17. Juli 2010 wurde ein Bitcoin für 0,05 USD gehandelt. Am 30. September 2020 stand der Gegenwert bei 11.000 USD. Am 13. März 2021 waren es 61.000 USD. Eine Bitcoin-Investition erbrachte in 9 von 11 Kalenderjahren positive Erträge und in 6 davon waren die Erträge mindestens dreistellig.

Die zweite Eigenschaft von Bitcoin ist die sehr hohe Volatilität über die verschiedenen gängigen Zeitskalen. Das impliziert auch Einbrüche. Seit Einführung verzeichnete Bitcoin in 15 Quartalen negative Erträge und auch zwei Jahre endeten im Minus. Der stärkste Rückschlag erfolgte bisher am 16. Dezember 2017. Zwar ging im Zeitverlauf die Volatilität von Bitcoin etwas zurück, sie ist aber immer noch weit höher als bei „traditionellen“ Assets.

Die dritte Eigentümlichkeit von Bitcoin ist die konsistent niedrige Korrelation mit allen anderen Assetklassen. Die Korrelation liegt meist zwischen minus 0,25 und 0,25. Zwar ist sie in der Corona-Krise angestiegen, sie lag aber immer noch unter 0,5.

Für Hougan und Lawant ist die schwache Korrelation keine Überraschung: Denn erstens ist Bitcoin eine Anlageklasse im Frühstadium. Zweitens sind die Ertrags-Treiber andere als bei den etablierten Anlageklassen. Während bei Letzteren etwa ökonomisches Wachstum, Zins oder Unternehmensgewinne den Ertrag erklären, sind es bei Bitcoin spezifisch technische Faktoren, Netzwerksicherheit, Regulierungen, Marktakzeptanz, Inflationsrisiken usw. Allerdings rechnen sie damit, dass die Korrelationen von Bitcoin sich in Zukunft erhöhen werden, wenn auch nicht allzu kräftig.

## Ertragscharakteristika anderer Kryptoassets

Bitcoin dominiert den Krypto-Markt. Viele andere Kryptos haben eine andere, weit weniger erfolgreiche Ertragsgeschichte; dennoch sind die Korrelation der verschiedenen Kryptowährungen untereinander relativ hoch. Das gilt insbesondere für Teilsegmente. Die Korrelationen der großen Kryptoassets untereinander sind ungefähr so hoch wie die Korrelationen der Aktien von Unternehmen einer Branche. Das spricht dafür, dass in diesen Segmenten ähnliche Ertrags-Faktoren wirken. Aber auch für Kryptos mit starker Korrelation untereinander gilt, dass die Erträge in der langen Frist stark divergieren. Hougan und Lawant rechnen damit, dass mit zunehmender Reife der Kryptoassets die Korrelationen untereinander schwächer werden könnten. Sie gehen aber davon aus, dass die langfristigen Ertragsdifferenzen zwischen Kryptoassets weiterhin hoch bleiben werden.

## Bitcoin als Portfolio-Beimischung

Die Autoren der Studie simulierten auf der Basis historischer Daten den Effekt von Bitcoin-Beimischungen auf ein Portfolio, das in seiner Basisvariante zu 60 Prozent aus Aktien und zu 40 Prozent aus Anleihen in Gestalt breit diversifizierender ETFs zusammengesetzt ist. Die Bitcoin-Beimischungen minderten die Aktien- und Anleihen-Quote anteilig. Außerdem führten Hougan und Lawant ein vierteljährliches Rebalancing durch. Den Zeitraum, den sie untersuchten, reichte vom 1.1.2014 bis 30.9.2020.

Die Simulationen ergaben, dass Bitcoins historisch einen signifikanten positiven Beitrag zur langfristigen Performance des Portfolios beisteuerten, sowohl im Hinblick auf die absoluten als auch auf die risikoadjustierten Erträge. So verbesserte beispielsweise eine 2,5-Prozent-Bitcoin-Beimischung von Bitcoins im eben genannten Gesamtzeitraum den Portfolio-Ertrag um 23,9 Prozentpunkte bei fast unveränderter Volatilität, die Sharpe Ratio erhöhte sich dementsprechend von 0,54 auf 0,75. Das ist im Rückblick allerdings insofern keine Überraschung, als der Bitcoin-Preis in diesem Zeitraum massiv zugelegt hat. Daher werfen Hougan und Lawant auch einen etwas feinmaschigeren Blick auf die Bitcoin-Effekte, indem sie rollierende Zeitfen-

## Bitcoin-Beimischung: Wirkung auf Portfolio-Performance

vierteljährliches Rebalancing; Betrachtungszeitraum: 1.1.2014 bis 30.9.2020

Portfolio	Kumulativer Ertrag	Annualisierter Ertrag	Annualisierte Volatilität	Sharpe Ratio	Maximum Drawdown
Traditionelles Portfolio (60% Aktien / 40% Anleihen)	50,51%	6,26%	10,32%	0,54	21,07%
TP und 1% Bitcoin	59,89%	7,21%	10,33%	0,63	21,32%
TP und 2,5% Bitcoin	74,47%	8,61%	10,53%	0,75	21,80%
TP und 5,0% Bitcoin	100,51%	10,87%	11,26%	0,90	22,76%

(übernommen aus Hougan, Lawant 2021, Links siehe unten)

ter und verschiedene Halteperioden untersuchen. Im Fall einer rollierenden 3-Jahresperiode erhöhte eine 2,5-Prozent-Bitcoin-Allokation die Erträge des diversifizierten Portfolios in 100 Prozent der Fälle, bei einer Zweijahresperiode traf dies für 97 Prozent und in einer Einjahresperiode für 74 Prozent zu. Auch hier stellten die Autoren keinen nennenswerten Anstieg der Volatilität fest, was der risikoadjustierten Rendite zugutekam. Bei 3jährigen Halteperioden erhöhte eine 2,5%-Beimischung die Sharpe Ratio des Portfolios im Durchschnitt um 41 Prozent.

Die Autoren weisen darauf hin, dass insbesondere aufgrund der starken Volatilität von Bitcoin ein regelmäßiges Rebalancing erforderlich ist, um das Risiko einzuschränken. Erfolgreich im Untersuchungszeitraum kein Rebalancing, reduzierte eine Bitcoin-Allokation in bestimmten Perioden die Sharpe Ratio bzw. die risikoadjustierten Erträge des Portfolios. Auch unglückliches Timing wirkte sich bei Verzicht auf Rebalancing negativer aus.

Welchen Effekt hatte die Erhöhung der Bitcoin-Quote im Bereich zwischen 0 und 10 Prozent auf das Portfolio? Bei rollierenden Dreijahresperioden erhöhte eine 1-Prozent-Allokation den Portfolio-Ertrag durchschnittlich um 5,3 Prozent (Sharpe Ratio um 0,19 gestiegen). Bei einer 5-Prozent-Allokation waren es dann schon 28,1 Prozent (Sharpe Ratio um 0,69 gestiegen).

Ein wichtiges Ergebnis ist, dass insgesamt die Wirkung der Bitcoin-Beimischung auf das Verlust-Risiko des Portfolios nicht linear verläuft. Der maximale Drawdown bei einer Bitcoin-Quoten zwischen 0 und 4 Prozent verändert sich wenig; bei Quoten über 4 Prozent stieg dieser Wert jedoch kräftig an: mit jedem weiteren Prozent Bitcoin-Allokation erhöhte sich der maximale Drawdown um rund ein Prozent.

## Die Zukunft der Kryptoassets

Die Betrachtung im Rückblick ist das eine. Werden aber die genannten Ertragsmuster – hohe Volatilität; niedrige Korrelation; hohe potentielle Erträge – auch in Zukunft zu beobachten sein? Oder ist mit einem „Bruch“ zu rechnen? Denn Kryptos sind noch jung und daher könnte die Reifephase ganz anders als die Kindheits- oder Jugendphase aussehen.

Im Hinblick auf die Volatilität glauben Hougan und Lawant, dass sich die ausgeprägten Kursschwankungen mit der Zeit weiter beruhigen werden. Die Korrelation mit traditionellen Assetklassen wird nach Einschätzung der Autoren wahrscheinlich weiterhin niedrig bleiben, denn sie gehen davon aus, dass sich Risikofaktoren bei Kryptoassets und klassischen Wertpapieren auch weiterhin unterscheiden werden. Allerdings könnten im Laufe der Zeit unkorrelierte Treiber des Krypto-Segments an Bedeutung verlieren, was die Korrelationen mit anderen Assetklassen erhöhen würde, womit sie insbesondere im Verhältnis zu Gold rechnen. Auch erwarten Hougan und Lawant, dass ein verstärktes Interesse von institutionellen Investoren die Korrelationen verändern könnte.

Zur Einschätzung der hohen möglichen Erträge verweisen die Autoren geradezu tautologisch auf die verschiedenen Glaubenspositionen: Bullen gehen von einem Anstieg aus, Bären glauben eher an eine massive Überbewertung. In diesem Kontext verorten sich die Autoren eher auf der Seite der moderaten Bullen. Darauf folgt aber eine Aufzählung verschiedener investmentspezifischer und segmenttypischer Risiken für Kryptoassets – was sich wie ein Plädoyer der Bären liest. Zu den investmentspezifischen Risiken gehörten u.a. die verhaltensökonomischen Gefahren der Verführbarkeit, die eine hohe Volatilität auf nicht wenige Anleger ausübe. Auch seien die Track Records einschlägiger Manager zu kurz, um daraus Schlüsse abzuleiten. Hougan und Lawant vermuten ferner, dass sich die bisherige Ertrags-Geschichte in Zukunft nicht wiederholen werde. Zukünftig könnten die Erträge auch zurückgehen, sofern etwa Skeptiker Recht behalten, die im Bitcoinpreis eine riesige Blase vermuten. Schließlich sei noch völlig offen, welche Kryptos sich durchsetzen werden. Vieles sei möglich und vieles daher unsicher.

Zu den Risiken des Kryptosegments selber zählen die Autoren u.a. regulatorische, technische und Sicherheitsrisiken: so könnte die Blockchain durch andere technologische Lösungen ersetzt werden; oder böswillige nichtökonomische Akteure, etwa Staaten, könnten unter exorbitantem Kostenaufwand den Umstand nutzen, dass Bitcoin ökonomisch rationales Verhalten unterstellt. Und nicht zuletzt wird man anfragen dürfen, das die Sicherheit gegenwärtiger Kryptos auch durch Entwicklungen im Bereich der Quantencomputer gefährdet sein könnte (siehe Studien in dieser Ausgabe).

## Schluss

Kryptowährungen als Anlageobjekte befeuern aufgrund der beeindruckenden historischen Performance von Bitcoin die Phantasien vieler Privatanleger. Allerdings drücken professionelle Befürworter dieser Anlageklasse wie Hougan und Lawant auf die Euphorie-Bremse. Geschichte wird sich vermutlich in der Zukunft nicht wiederholen. Das gilt insbesondere für die Erträge bzw. den Preis, der zwar bei annähernd null beginnen kann aber nicht bei unendlich enden. Auch gilt für eine vernünftige Bestimmung des Wertes von Kryptowährungen noch das Prinzip Hoffnung: Verlässlichere Berechnungen erwarten die Studienautoren erst in Zukunft. Bis jetzt lebt Bitcoin und die zugrunde liegende Technologie immer noch von den Möglichkeiten, vom imaginierten Potential, von der Idee und von ihrer Begeisterungsfähigkeit. Dennoch weisen Kryptos, insbesondere aber Bitcoin – wie die in Ausschnitten referierte Studie von Hougan und Lawant zeigt – bislang Ertragscharakteristika auf, die sie für Anleger als Beimischung wohl auch in nächster Zeit attraktiv machen wird.

[Link zur Studie: „Cryptoassets: The Guide to Bitcoin, blockchain, and cryptocurrency for Investment Professionals“](#)

Gespräch mit Dr. Eckhard Schulte

## FONDSBOUTIQUE ODER DISKRETIONÄRER VERMÖGENSVERWALTER?

Dr. Eckhard Schulte ist promovierter Volkswirt. Er war nach seinem Studium als Rentenanalyst für die Industrial Bank of Japan tätig, wechselte später zu Dresdner Kleinwort und gründete mit vier anderen Kollegen 2001 die MainSky Asset Management. Diese mit einer 32er KWG Lizenz ausgestattete Finanzportfolioverwaltung zählt mittlerweile 650 Mio. Assets under Management. Es werden zwei Publikums-, 5 Spezialfonds und ca. 40 individuelle Mandate verantwortet. Wir fragten Schulte, wie sich Fondsboutique und individuelle Vermögensverwaltung vertragen.

### Herr Dr. Schulte, mit welchem Ziel haben Sie Mainsky 2001 gegründet?

Der Plan war, ein unabhängiger Vermögensverwalter zu sein, der besondere Expertise auf der Rentenseite hat. Anleihen waren damals ja eine deutlich interessantere Anlageklasse als heute.

### Andere Anbieter wie Lupus Alpha sind damals ja auch entstanden und haben sich sehr stark auf institutionelle Anleger fokussiert.

Für uns stand eher die damals noch fast unbekannte Anle-

gerkategorie Family Office im Zentrum. Wir waren einer der ersten Verwalter, der diese Gruppe bespielt hat. Mittlerweile gehören auch Unternehmer und Stiftungen zu unserer Kernklientel.

### Wie hoch sind denn die Einstiegshürden für Anleger bei Ihnen?

In die Publikumsfonds kann man ab 25.000 Euro investieren, Individualmandate sollten schon mindestens zwei Millionen Euro schwer sein. Der Median der Mandatsgröße dürfte so bei 7 Mio. Euro liegen.



Dr. Eckhard Schulte ist  
Vorstandsvorsitzender und  
Gründungspartner von  
Mainsky.

## Was haben Sie für Mandate?

1. Reine Rentenmandate, weil wir seit unserer Gründung als Rentenexperten wahrgenommen werden. 2. Klassische Mischmandate, bei denen es darum geht, aktiv die Asset Allokation zu steuern und zu überwachen. 3. Beauftragen uns Kunden für aktienorientierte Strategien, bei denen klare Faktorvorgaben wie ein Dividendenfokus oder eine Value-Orientierung gemacht werden.

## Was unterscheidet Mainsky von einem unabhängigen Vermögensverwalter, der seinen Kunden den eigenen Fonds anbietet?

Der Hauptunterschied ist wohl, dass wir die beiden Geschäftsbereiche bewusst sehr getrennt halten. Wir setzen unsere Fonds nicht in der Vermögensverwaltung ein. Der Anteil individueller Vermögensverwaltungskunden in unseren Fonds liegt deutlich unter fünf Prozent.

## Andere Vermögensverwalter lassen Ihre Kunden über die Fonds bewusst an ihrer besonderen Expertise teilhaben.

Unsere Expertise als spezialisierter Rentenmanager fließt in die individuellen Mandate zumeist über Einzelwertinvestments ein. Auf der Aktienseite erfolgt die Umsetzung wie auch in den Fonds aktiv über ETFs. Die Kunden erleben unsere Expertise also auch ohne, dass wir unsere Fonds in die Depots packen. Das Fondsgeschäft – ich spreche jetzt von unseren Publikumsfonds – bieten wir aus zwei Gründen an: 1. Wollen wir ein Angebot für kleinere Einstiegssummen ab 25.000 Euro bieten. 2. Schaffen die Fonds Visibilität.

## Viele Vermögensverwalter starten mit individueller Vermögensverwaltung und wenden sich dann immer stärker dem Fondsadvisory zu.

Wir werden weiter die Zwei-Säulen-Strategie fahren. Das Wachstum ist in den Individualmandaten stabiler und schafft so eine gute Basis für das leichter skalierbare, aber schwerer zu dynamisierende Fondsgeschäft. Beides zusammen ergibt für uns eine stabile Geschäftsstruktur.

## Wächst der Unterschied und der Aufwand zwischen den mühevollen Individual-Mandaten und dem Fondsgeschäft oder nähert sich der Arbeitsaufwand an?

Die Digitalisierung macht die Steuerung kleinerer Vermögen einfacher, auch wenn man wie wir keine Musterdepots hat. Wir können die Standardisierung in dem Bereich nicht sehr weit treiben, haben aber auch nicht hunderte von Individualkunden, sondern weniger als 50. Bestimmte Dinge wie das Reporting sind für Individualmandate heute nicht mehr so arbeitsaufwändig wie noch vor zehn Jahren. Aber trotzdem: Ein Fonds lässt sich nach wie vor leichter skalieren.

## Befruchtet das Fondsgeschäft das individuelle Geschäft?

Fonds sind Aushängeschilder und man kann mit ihnen sehr deutlich zeigen, welche Expertise vorhanden ist und wie nützlich wir sein können.

## Sind Fonds nicht auch gefährlich? Wenn mal eines der Produkte nicht läuft, können Sie nicht eben ein anderes aus dem Ärmel ziehen.

Nein, diese Möglichkeit haben wir nicht und das ist eine Gefahr. Große Fondsgesellschaften mit 50 Fonds finden immer zwei drei Produkte, die gerade gut laufen. Kleinere Boutiquen sind darauf angewiesen, dass ihre Produkte immer gut performen. Wir hatten auch das Problem, dass unser Rentenfonds, der lange sehr gut gelaufen ist, dann aber mit seiner Relative-Value-Orientierung im heutigen Zinsumfeld etwas ‚aus der Zeit gefallen‘ war.

## Haben Sie ihn umgewidmet?

Nein, wir haben ihn geschlossen und dafür den Active Green Bond Fund, also einen Fonds für Grüne Anleihen, aufgelegt. Das kann man natürlich nicht ständig machen, andererseits ist ja auch wichtig, dass die Produktpalette zeitgemäß und attraktiv sein muss.

## Sind andere Verwalter in ihren Fonds investiert?

Jedenfalls nicht in nennenswerter Anzahl.

## Einige große Verwaltungen mit ihrem Konzept haben durchaus Fonds im Köcher, die auch bei den Kollegen beliebt sind.

Da muss man schon genau hinsehen. Fonds von Vermögensverwaltern oder kleinen Boutiquen, die richtig groß geworden sind, sind das durch das Geschäft mit den Vermittlern und den spezialisierten Vertrieben. Darüber muss man nachdenken und darüber denken wir auch nach. Im VuV haben wir andererseits die Erfahrung gemacht, dass die Neigung, in die Fonds von Kollegen zu investieren, eher klein ist. Wir selbst machen das ja auch nicht.

## Viele Boutiquenfonds haben jetzt auch Insti-Tranchen.

Bei uns ist es eher umgekehrt, wir sind ja schon eher auf größere Anleger ausgerichtet mit unseren Mindestanlagesummen und den Gebühren. Wir müssten da eher Retailtranchen aufmachen.

## Stiftungen?

Sagen wir es so. Da mache ich mir um den Mehrwert, den wir liefern können, keine Sorgen. Viele Stiftungsdepots sind sehr schwach strukturiert, passen häufig nicht zum Zweck, die Bondseite wird überhaupt nicht aktiv gesteuert und ein Risikomanagement ist in vielen Fällen einfach nicht vorhanden. Hier haben wir in der Vergangenheit schon viele Investoren von Altlasten befreit und ihre Vermögen in eine zukunftsfähige Struktur überführt.

T. Rowe Price

## MIT MARKTSCHWANKUNGEN ÜBERRENDITEN ERZIELEN

Die starke Erholung der Aktienmärkte im vergangenen Jahr hat zu höheren Bewertungen geführt. Dennoch eröffnet sich Kurspotenzial für aktive Anleger – insbesondere im Vergleich zu anderen Assetklassen. Von Scott Berg, T. Rowe Price

Die Aussicht auf zusätzliche geld- und fiskalpolitische Stimulierungsmaßnahmen sowie ermutigende Impfstoffnachrichten beflügelten zuletzt die internationalen Börsen. Gleichzeitig stehen die Gesundheitssysteme vieler Staaten nach dem Auftreten neuer Virus-Varianten vor neuen Herausforderungen, während immer mehr Länder erneut in den Lockdown gehen. Dies stellt viele Unternehmen vor zusätzliche wirtschaftliche Probleme – und könnte die an den Finanzmärkten bereits eingepreiste Erholung der Fundamentaldaten ins Stocken bringen. Nicht zuletzt gilt es, nach dem Wahlsieg der Demokraten in den USA die Politik genau zu beobachten, vor allem mit Blick auf Steuererhöhungen und die Beziehungen zu China.

Manche Marktteilnehmer hegen die Sorge, dass sich die Märkte zu stark erholt haben könnten und daher ein gewisses Potenzial für die Bildung einer breiten Blase aufgebaut haben. Zwar sind die absoluten Bewertungen aktuell recht hoch, doch werden die Risikomärkte weiterhin durch beispiellose geld- und fiskalpolitische Stützungsprogramme gestützt. Zugleich sind die Zinsen weltweit im Keller, während die Notenbanken die Märkte mit billigem Geld fluten, das Verwendung sucht. Wir halten die Bewertungen daher nicht für übertrieben und glauben, dass die Aktienmärkte – vor allem im Vergleich zu anderen Assetklassen – nach wie vor Kurspotenzial bieten.

Auch die Bedenken, dass es abgesehen von der geldpolitischen Stützung aus fundamentaler Sicht keinen Grund für weitere Kurssteigerungen gibt, teilen wir nicht. Diese pauschale Top-down-Perspektive täuscht darüber hinweg, dass die Fundamentaldaten einzelner Unternehmen erheblich voneinander abweichen. Dies gilt vor allem für nachhaltige Wachstumsunternehmen, die von den gesellschaftlichen und wirtschaftlichen Umbrüchen stark profitieren. Gerade aktive Anleger können sich ein solches Umfeld mit hohen Bewertungs- und Gewinnunterschieden zunutze machen.

### Die europäischen Märkte erscheinen mittlerweile wieder chancenreicher

Im Gegensatz zu den Industrieländern hat sich China beachtlich schnell von der Pandemie erholt. Das Reich der Mitte dürfte zu den wenigen Ausnahmen zählen, die im letzten Jahr ein positives Wirtschaftswachstum verzeichnet haben. Insgesamt hat sich die Konjunkturdynamik der Schwellen-



Scott Berg ist Portfolio Manager für die Global Growth Equity Strategy bei T. Rowe Price

länder seit einiger Zeit verlangsamt, während die Gewinnentwicklung insgesamt enttäuschend verlief. Dennoch sind in bestimmten Emerging Markets die langfristigen Impulse für ansprechende Aktienrenditen nach wie vor intakt. Wir halten zurzeit vor allem Indien, Indonesien, die Philippinen und Peru für interessant, haben aber auch in Konsumgütertitel aus China investiert.

Auch die europäischen Märkte erscheinen zwischenzeitlich wieder attraktiver. Obwohl die Region gegenüber den USA oder China ein weniger breites Spektrum an wachstumsstarken Titeln bietet, haben wir verschiedene Aktien mit hohem Kurspotenzial identifiziert, die insbesondere ab diesem Frühjahr von positiven Umbrüchen profitieren dürften. Dabei handelt es sich um Aktien, die nach einem starken Rückgang der Bewertungen eine Trendwende erwarten lassen – oder um Aktien von Unternehmen, deren Gewinnprofil sich unseren Analysen zufolge grundlegend verbessert hat. In der aktuellen Phase des Aktienzyklus kommt es vor allem darauf an, Gewinnwachstumspotenziale zu identifizieren. Dies ist der stärkste Katalysator für die langfristige Kursentwicklung. Weitere Einschätzungen und Expertenmeinungen von T. Rowe Price finden Sie [hier >>](#)

#### Wesentliche Risiken – Folgende Risiken sind für die in diesem Dokument dargestellte Strategie von wesentlicher Bedeutung:

Transaktionen mit Wertpapieren, die auf Fremdwährungen lauten, können Wechselkurschwankungen unterliegen, die sich auf den Wert einer Anlage auswirken können. Das Portfolio unterliegt der für Anlagen in Aktien typischen Volatilität und sein Wert kann stärker schwanken als bei einem Portfolio, das in ertragsorientierten Wertpapieren anlegt. Das Portfolio kann Anlagen in Wertpapieren von Unternehmen umfassen, die an Börsen von Entwicklungsländern notiert werden. Nur für professionelle Investoren, nicht zur Weiterverteilung bestimmt.

#### Wichtige Informationen

Das vorliegende Dokument dient nur zu allgemeinen Informations- und/oder Marketingzwecken. Es ist in keiner Weise als (Anlage-) Beratung zu verstehen (auch nicht in treuhänderischem Sinne), noch dient es als primäre Basis für einen Investmententscheid. Potenziellen Anlegern wird empfohlen, vor einer Anlageentscheidung unabhängigen rechtlichen, finanziellen und steuerlichen Rat einzuholen. Die T. Rowe Price-Unternehmensgruppe, zu der auch T. Rowe Price Associates, Inc. und/oder deren verbundene Gesellschaften gehören, erzielen Einnahmen mit Anlageprodukten und -dienstleistungen von T. Rowe Price. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Erträge. Der Wert einer Anlage sowie die mit dieser erzielten Erträge können sowohl steigen als auch sinken. Es ist möglich, dass Anleger weniger zurückbekommen als den eingesetzten Betrag.

Das vorliegende Dokument stellt weder ein Angebot noch eine persönliche oder allgemeine Empfehlung oder Aufforderung zum Kauf von Wertpapieren in irgendeinem Land oder Hoheitsgebiet beziehungsweise zur Durchführung bestimmter Anlageaktivitäten dar. Das Dokument wurde von keiner Aufsichtsbehörde eines Landes oder Hoheitsgebiets geprüft.

Die hierin geäußerten Informationen und Ansichten wurden aus oder anhand von Quellen gewonnen, die wir als zuverlässig und aktuell erachten; allerdings können wir die Richtigkeit oder Vollständigkeit nicht garantieren. Wir übernehmen keine Gewähr dafür, dass sich Vorhersagen, die möglicherweise getätigt werden, bewahrheiten werden. Die hierin enthaltenen Einschätzungen beziehen sich auf den jeweils angegebenen Zeitpunkt und können sich ohne vorherige Ankündigung ändern; diese Einschätzungen unterscheiden sich möglicherweise von denen anderer Gesellschaften und/oder Mitarbeiter der T. Rowe Price-Unternehmensgruppe. Unter keinen Umständen dürfen das vorliegende Dokument oder Teile davon ohne Zustimmung von T. Rowe Price vervielfältigt oder weiterverbreitet werden. Das Dokument ist nicht zum Gebrauch durch Personen in Ländern oder Hoheitsgebieten bestimmt, in denen seine Verbreitung untersagt ist oder Beschränkungen unterliegt. In bestimmten Ländern wird es nur auf spezielle Anforderung zur Verfügung gestellt. Das Dokument ist nicht für Privatanleger bestimmt, unabhängig davon, in welchem Land oder Hoheitsgebiet diese ihren Wohnsitz haben.

EWV ohne Großbritannien – Sofern nicht anders angegeben, wird dieses Material herausgegeben und genehmigt von T. Rowe Price (Luxembourg) Management S.à.r.l. 35 Boulevard du Prince Henri, L-1724 Luxemburg, zugelassen und reguliert durch die Luxemburger Commission de Surveillance du Secteur Financier. Nur für professionelle Kunden.

© 2021 T. Rowe Price. Alle Rechte vorbehalten. T. ROWE PRICE, INVEST WITH CONFIDENCE und das Design des Dickhorns sind zusammen und/oder getrennt Marken oder eingetragene Marken der T. Rowe Price Group, Inc. 202103-156357

GET Capital AG

## LEISTUNGSVERSPRECHEN AUCH IN 2020 GEHALTEN

Wendpunkte der Märkte von normaler Volatilität konsequent zu unterscheiden, und dies sowohl nach unten als auch nach oben, gelingt nur wenigen Asset-Management-Konzepten. Von Marco Wunderlich

Aktien sind auf Grund der im Durchschnitt attraktiven Risikoprämie ein wichtiger Bestandteil in den Kapitalanlagen. Regelmäßig kommt es jedoch zu teils erheblichen Korrekturen. Bei fallenden Märkten rechtzeitig nach unten absichern und dann nach oben schnell wieder einsteigen, versprechen viele Asset Manager. Es gelingt nur wenigen. Künstliche Intelligenz (KI) kann helfen, Wendepunkte besser zu erkennen.

Algorithmen sind heute in unserem Leben nicht mehr wegzudenken, von Social Media bis zur industriellen Fertigung. Das gilt auch für die Finanzindustrie, seien es Kreditentscheidungen oder Cash Flow-Planungen im Treasury. Die Liste der KI-Anwendungen ist lang.

Auch Kapitalanleger können von dem Megatrend KI profitieren. Beispielsweise wenn Sie direkt oder über Fonds in KI-Unternehmen investieren. Aber es geht noch mehr. Warum nicht künstliche Intelligenz für Anlageentscheidungen nutzen? Denn KI ist geradezu prädestiniert für das Asset Management.

Was KI und insbesondere Machine Learning auszeichnet, sind die gleichen Erfolgsfaktoren wie beim Managen von Kapitalanlagen:

- Analyse riesiger Datenmengen
- Rendite-/Risiko-Prognosen
- Optimierungen sind komplexen Nebenbedingungen

Anlageentscheidungen mit KI sind längst Realität, wie z.B. der rein durch Algorithmen gesteuerte GET Capital Quant Global Equity Fonds zeigt. GET Capital hat bereits 2012 eine „Produktionsstraße“ aufgebaut, bei der auf Machine Learning Modellen der KI beruhende Algorithmen vollautomatisiert Portfolios optimieren.



Marco Wunderlich ist Head of Client Development bei der GET Capital AG

Eine der wichtigsten und gleichzeitig schwierigsten Aufgaben im Portfolio Management ist es, Marktrauschen von Trendwenden zu unterscheiden. Also zu erkennen, wenn es keine normale tägliche Volatilität ist, sondern eine Trendumkehr. Viele Manager tun sich damit schwer, rechtzeitig aus den Märkten aus- und dann rechtzeitig wieder einzusteigen. Das ist GET Capital mit Hilfe der KI im Herbst 2018 und März 2020 zu Beginn der COVID-Krise sehr gut gelungen.

Bei der Titelselektion und Portfoliokonstruktion sowie bei den Returnschätzern bietet KI eine große Unterstützung. Aktives Management mit der Fähigkeit Drawdowns abzumildern, sorgt dafür, von positiven Marktentwicklungen zu partizipieren, aber größere Verluste und schlaflose Nächte zu vermeiden. Vergleichen Sie die Performance im März 2020 in der Abbildung mit anderen Managern und ETFs. Wie würden die Ergebnisse für das Jahr 2020 aussehen, wenn der Drawdown erst im September eingetreten wäre?

Weitere Informationen: [www.GET-Capital.de](http://www.GET-Capital.de)

### GET Capital Quant Global Equity

ISIN LU0787633451

Gesamtjahr 2020



[www.GET-Capital.de](http://www.GET-Capital.de)

Leistungsversprechen: Partizipation an positiven Markttrends und Abmilderung von Drawdowns.

- Aktienquote wurde mit der Abwärtsbewegung der Märkte ab Ende Februar 2020 sehr schnell reduziert.
- Der Drawdown 2020 belief sich im Fonds auf -18,4% und -34% im MSCI World.
- Ende März und Mitte April 2020 wurde sehr schnell wieder Exposure aufgebaut.
- Bereits im Juni 2020 erreichte der Fonds den Stand vom Jahresbeginn, dies gelang dem Index erst im August.

Disclaimer: Renditen und Kursverläufe der Vergangenheit sind kein Indikator für die Kursentwicklung in Zukunft.

Vates Invest GmbH

## WAS KUNDEN WIRKLICH WOLLEN – ENTSCHEIDUNGSSTÄRKE!

Von Christoph Endter, Vates Invest GmbH

Oben raus und unten wieder rein – so könnte man die heilige Formel der Geldanlage beschreiben, die garantiert jeden Anleger glücklich und zufrieden macht, wenn sich Kapitalmärkte von ihrer rauen Seite zeigen. Dieser Wunsch eint vor allem Anleger aktiv gemanagter Fonds. Anleger passiver Instrumente hingegen dürften diesen Wunsch eigentlich gar nicht erst haben, denn Sie stehen ja bewusst eher in der Buy & (hoffentlich) Hold Ecke.

Der Kernwunsch nahezu aller Anleger ist jedoch zumeist derselbe: Performance, aber bitteschön keine zu großen Risiken. Die Fondsbranche hat sich diesen Wünschen jedoch nur teilweise angenommen. Konkret bedeutet dies: Jubel in Bullenmarktjahren und Durchhalteparolen in Bärenmärkten. Nun haben uns die Kapitalmärkte in den drei vergangenen Jahren auf eindrucksvolle Art und Weise gezeigt, dass es Phasen gibt, die Anlegern sehr schnell das Blut in den Adern gefrieren lassen. Dank der Notenbanken und /oder vielleicht auch eines kleinen „Wunders“, erholten sich die Märkte in 2018 und 2020 recht schnell wieder. Der Markt markierte ein sogenanntes „V“. So spürten Anleger zwar einen heftigen Schmerz, jedoch war dieser nur von kurzer Dauer und bekanntlich vergisst der Mensch ja schnell wieder. Wird es in Zukunft immer so schnell gehen – in beide Richtungen?

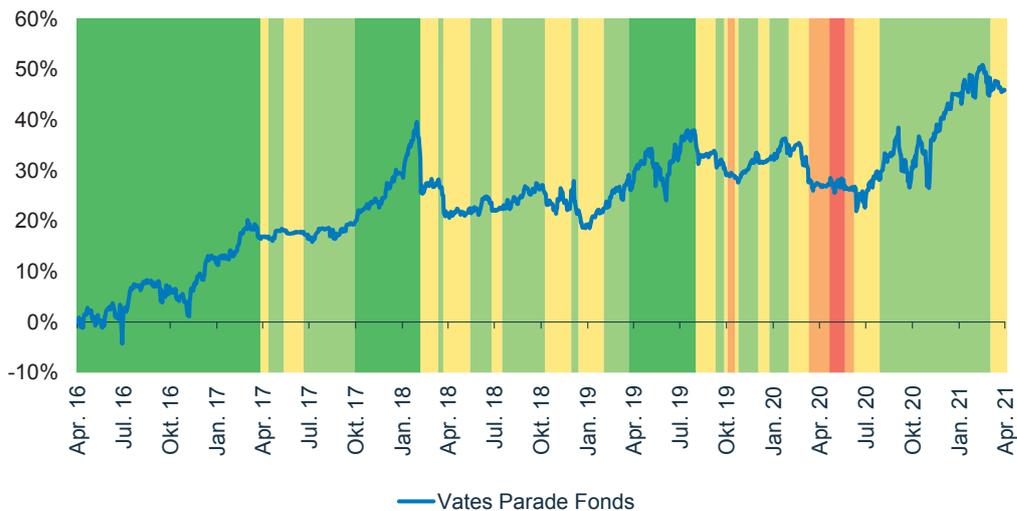
Wir bezweifeln das! Ein Blick auf die letzten Jahrzehnte zeigt uns immer wieder sehr lange andauernde und schmerzhaft Bärenmärkte. Niemand sollte den Fehler begehen und argumentieren: „diesmal ist alles anders“. Denn nichts ist anders. QE Programme gab es bereits in den 40er Jahren einhergehend mit einer (Kriegs-)Verschuldung. Was damals der Krieg war, ist heute die Pandemie. Nur sind die QE Programme heute viel ausgeprägter. In den 40er Jahren kam es anschließend zu einem Inflationsjahrzehnt in drei Wellen. Die Fed hatte beschlossen, nichts gegen die Inflation zu unternehmen und stattdessen Schulden weg zu inflationieren. Die Folge: heftigste Börsenschwankungen. 1979 hingegen beschloss ein rigoroser Fed Chef Paul Volcker die Inflation hart zu bekämpfen. Die Folge: zwei Rezessionen und sehr unruhige Börsenphasen. Dies oder auch andere Problematiken können erneut auftauchen, schließlich leben wir in Zeiten des Helikoptergeldes und allergrößter Verschuldung.



Benjamin Bente, Gründer, CEO und Portfoliomanager von Vates Invest GmbH

Wir sind der festen Überzeugung, dass sich Anleger im Bereich ihrer Kerninvestments ausschließlich aktiv gemanagten Fonds zuwenden sollten, um realistische Chancen der Schadensbegrenzung ihrer Depots zu erlangen, wenn Börsen kollabieren. Da rein zahlenmäßig die guten Börsenjahre den negativen jedoch deutlich überlegen sind, hilft es nichts, ständig am Rand zu stehen und sich das Geschehen von außen zu betrachten. Man muss die guten von den schlechten Phasen trennen.

Als Investmentboutique sind wir auf das frühzeitige Erkennen von Marktrisiken spezialisiert. Die Aktie als Kernanlagevehikel steht bei uns im Mittelpunkt. Es ist wohl unzweifelhaft, dass aus dieser Assetklasse in den kommenden Jahren der überwältigende Anteil der Performance kommt. Da in crashartigen Marktphasen jedoch in der Regel alle Aktien unter die Räder kommen, achten wir insbesondere auf eine rechtzeitige Veränderung der Aktienquote.



Quelle: Vates Invest GmbH, Bloomberg, eigene Berechnung

Im Vates Parade Fonds kann sich die Aktienquote im Bereich von +133% bis zu -33% bewegen. Unsere Vates Ampel, die aus den beiden makroökonomischen Faktoren der Liquidität (Rahmenbedingungen der Notenbanken) und der Konjunktur täglich ein Gesamtbild für den Aktienmarkt ableitet, gibt die Aktienquote vor. Die Vates Ampel verfügt über 5 Farbstufen. Jeder Farbstufe ist eine fixe Aktienquote zugeordnet. Werden die makroökonomischen Risiken zu groß, zeigt uns die Vates Ampel mit ihren 5 Stufen dies rechtzeitig an und wir reduzieren die Risiken durch die unmittelbare Senkung der Aktienquote. Bereits die erste Warnstufe (Gelb) bedeutet eine Aktienquote von nur noch 33%.

Der gesamte Investmentprozess funktioniert rein quantitativ. Es sind die Daten und Zahlen, die unsere Vates Ampel zu Signalveränderungen verhelfen. Die Emotionen spielen bei uns somit keine Rolle und das ist sehr vorteilhaft.

Seit Ende 2014 sind wir mit unserem Vates Parade Fonds live am Markt. Wir haben unseren Anlegern nie echte Kopfschmerzen durch ausufernde und unkontrollierbare Verluste bereitet, wir haben stets unser Kernversprechen der Risikoreduktion in Bärenmärkten eingehalten (Corona Monat März 2020 lediglich -4,6% ytd) und wir sind unserem Portfoliomanagementpfad stets treu geblieben. Durch unsere sehr guten Korrelationseigenschaften können wir Portfolien zu mehr Performance und gleichzeitig weniger Drawdown verhelfen – ein großer Mehrwert.

Was Kunden also wirklich wollen, ist Entscheidungsstärke! Kunden suchen Manager, die bei all den Unwägbarkeiten des Kapitalmarktes in der Lage sind, Risiken vorausschauend zu analysieren und das Vermögen der Kunden entschlossen zu schützen. Der Wunsch nach hoher Performance wird zweitrangig, wenn es im Depot blutrot wird – dann werden rettende Häfen auf einmal zum Hot Spot. Wir steuern diese Häfen rechtzeitig an, sind jedoch die meiste Zeit auf hoher See unterwegs, um für Sie den



**Werden die makroökonomischen Risiken zu groß, zeigt uns die Vates Ampel mit ihren 5 Farbstufen dies rechtzeitig an.**

bestmöglichen Erfolg für Ihr Portfolio zu sichern. Die Performance der letzten 5 Jahre liegt bei 8,5% p.a.

Vates - Ihr Mehrwert!

#### VATES PARADE FONDS

Wertpapierkennnummer (WKN):

Vates - Parade A: A12CRN

Vates - Parade I: HAFX72

---

#### Ansprechpartner Vertrieb

---

Christoph Endter

+49 6104 9872071

endter@vates-invest.de

Marko Schwieck

+49 6104 9872077

schwieck@vates-invest.de

Vates Invest GmbH

Bürgermeister-Mahr-Straße 18

63179 Obertshausen

www.vates-invest.de

## Erkenntnisse

## QUANTENKRYPTOÖKONOMIE

### WELTREICHE 2021

**HERAUSGEBER:** Knight Frank

**KURZBESCHREIBUNG:** Kürzlich veröffentlichte die Immobilienberatungsgesellschaft Knight Frank ihren jährlich vorgelegten „Wealth Report“. Es ist die 15. Ausgabe. Den besten Überblick gewährt ein Klick auf den Link zum Report und der Blick ins Inhaltsverzeichnis.

[Link zum Report: The Wealth Report 2021](#)

### DIE REVOLUTION

**HERAUSGEBER:** PwC

**ZUSAMMENFASSUNG:** Wie häufig bei Studien von Beratungsunternehmen macht es auch dieser Report nicht unter einer Revolution. Das Berufsbild des Berufsrevolutionärs hat sich im Laufe der Zeit revolutioniert. Lenin würde sich wundern. Im Report von Pricewaterhouse Coopers geht es um nichts weniger als die „Asset and wealth management revolution“ in der jüngsten Vergangenheit und der nächsten Zukunft. Der Report hat eine sehr übersichtlich angeordnete Textgestalt und bereitet seine Kernbotschaften sehr bildhaft per Grafiken und Zahlen auf, die dann auch noch von etlichen Fotos flankiert sind.

[Link zur Studie: Asset and wealth management revolution: The power to shape the future.](#)

### ESG UND FACTOR INVESTING

**AUTOREN:** A. Madhavan, A. Sobczyk, A. Ang; Financial Analysts Journal 77/1

**ZUSAMMENFASSUNG:** Die Autoren untersuchten Fonds mit hohem Nachhaltigkeitsrating aus der Faktor-Perspektive. Zugrunde lagen der Studie 1.312 aktiv verwaltete Publikumsfonds in den USA mit einem Gesamtvolumen von 3,9 Billionen (trillion) USD. Geschaut wurde, inwiefern Faktoren einen Mehrertrag (active Return / Faktorladung und Alpha) über den Markt (bzw. die Benchmark) hinaus in Abhängigkeit vom ESG-Rating erklären. Hierzu wurde auf die „klassischen“ Faktoren Momentum, Value, Quality, Low Volatility, Size zurückgegriffen. Zudem wurde eine davon unabhängige

„idiosynkratischer“ ESG-Komponente des Ertrags konstruiert, die von den genannten Faktoren unabhängig ist. Die Untersuchung ergab, dass ein Zusammenhang zwischen ESG-Rating und den Faktoren bestand. Der war vor allem bei Fonds mit hohem Umwelt(E)-Rating ausgeprägt. Hier erklärten dann insbesondere Quality und Momentum die Mehrerträge. Es ergab sich aber kein signifikanter Zusammenhang von active Return und Alpha mit der idiosynkratischen ESG-Komponente.

[Link zur Studie: Toward ESG Alpha: Analyzing ESG Exposures through a Factor Lens](#)

### ENIGMA DES HASHWERTS: FÜR QUANTEN KEINE HERAUSFORDERUNG?

**AUTOREN:** Peter P. Rohde und andere

**ZUSAMMENFASSUNG:** Quantenchromodynamik oder Schleifenquantengravitation sind gewaltig klingende Wörter. Hinter diesen verbergen für den Laien unermessliche Formelgebirge. Wo der Sinn beim Anblick der Zeichensprache der Physik sich kryptisch verschließt, muss der Schall geheimnisvoller Wörter genügen. Von der Aura dieses Schallphänomens möchte wohl auch die Quantenkryptoökonomie zehren. Die Autoren der unten verlinkten Arbeit bringen zwei technologische Wege in die Zukunft der Wirtschaft in Kontakt: Zum einen die Blockchain-Technologie; zum anderen Quantencomputer. Letztere könnten für erstere eine ernsthafte Gefahr darstellen. Wer genauer wissen möchte, weshalb, sollte sich vielleicht den Beitrag via Link selber anschauen. Man braucht für das Verständnis des Beitrags kein Quantenphysiker zu sein, aber Quant zu sein wäre schon auch hilfreich.

[Link zur Studie: Quantum crypto-economics: Blockchain prediction markets for the evolution of quantum technology.](#)

Die erste Ausschreibungsplattform  
für Private Banking-Mandate



Neue Kunden  
gewinnen.  
Ohne zu werben.

Auch für Vermittler

firstfive-Sieger

## FIRSTFIVE – TOPRANKING

Hier eine Auswahl aus den aktuellen firstfive-Ranglisten (Stand 28.02.2021) 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.	9.94%	1.28	"HUBER, REUSS & KOLL. Vermögensverw. GmbH, München Strategie: HRK-Strategie risikoorientiert"
2.	8.81%	0.84	"LIQID Asset Management GmbH, Berlin Strategie: Global 50"
3.	8.74%	1.56	"Rhein Asset Management , Düsseldorf/Wasserbillig Strategie: RAM Global exibel"
4.	7.14%	0.88	"PSM Vermögensverwaltung GmbH, München Strategie: Individuelle VW"
5.	7.09%	0.86	"von der Heydt & Co. AG, Frankfurt Strategie: I - defensiv"

12 Monate, Risikoklasse: ausgewogen			
Platz	Performance	Sharpe-Ratio	Vermögensverwaltung
1.	17.20%	1.26	"BPM - Berlin Portfolio Management GmbH, Berlin Strategie: ausgewogen I"
2.	15.19%	1.31	"ODDO BHF Trust GmbH, Frankfurt am Main Strategie: Dynamisch Total Return"
3.	12.94%	0.92	"LIQID Asset Management GmbH, Berlin Strategie: Impact 70"
4.	11.92%	0.81	"Liechtensteinische LB (Österreich) AG, Wien Strategie: Marktneutral"
5.	11.88%	1.00	"Rhein Asset Management , Düsseldorf/Wasserbillig Strategie: Aktienmandat weltweit"

12 Monate, Risikoklasse: moderat dynamisch			
Platz	Performance	Sharpe-Ratio	Vermögensverwaltung
1.	16.54%	0.91	"LIQID Asset Management GmbH, Berlin Strategie: Impact 90"
2.	15.67%	0.93	"Bankhaus Lampe KG, Düsseldorf Strategie: Wachstum nachh. Global"
3.	15.63%	1.06	"ODDO BHF Trust GmbH, Frankfurt am Main Strategie: Ausgewogen Aktien/Renten"
4.	15.40%	1.09	"DJE Kapital AG, Pullach Strategie: dynamisch"
5.	15.11%	1.09	"Rhein Asset Management , Düsseldorf/Wasserbillig Strategie: Dynamisch International"

12 Monate, Risikoklasse: dynamisch			
Platz	Performance	Sharpe-Ratio	Vermögensverwaltung
1.	70.02%	2.38	"Rhein Asset Management , Düsseldorf/Wasserbillig Strategie: Analytic Concept Strategie"
2.	29.39%	1.69	"Capitell Vermögens-Management AG, Frankfurt Strategie: Unternehmerdepot"
3.	22.46%	1.11	"ODDO BHF Trust GmbH, Frankfurt am Main Strategie: Moderat Dynamisch Total Return"
4.	21.76%	1.16	"Volksbank Kraichgau Family Of ce, Wiesloch Strategie: FO Dynamik"
5.	16.03%	0.94	"Hauck & Aufhäuser Privatbankiers AG, Frankfurt am Main Strategie: Aktien International"

5 Jahre: Risikoklasse: konservativ			
Platz	Performance	Sharpe-Ratio	Vermögensverwaltung
1.	33.97%	1.01	"LIQID Asset Management GmbH, Berlin Strategie: Global 50"
2.	29.10%	0.84	"HUBER, REUSS & KOLL. Vermögensverw. GmbH, München Strategie: Renten Spezialmandat"
3.	25.53%	0.97	"ODDO BHF Trust GmbH, Frankfurt am Main Strategie: individuelles internationales Renditedepot"
4.	21.81%	0.84	"Commerzbank, Vermögensverwaltung, Frankfurt am Main Strategie: Konservativ Weltweit"
5.	21.50%	0.89	"von der Heydt & Co. AG, Frankfurt Strategie: I - defensiv"

5 Jahre: Risikoklasse: dynamisch			
Platz	Performance	Sharpe-Ratio	Vermögensverwaltung
1.	180.50%	1.23	"Rhein Asset Management , Düsseldorf/Wasserbillig Strategie: Analytic Concept Strategie"
2.	69.96%	0.95	"ODDO BHF Trust GmbH, Frankfurt am Main Strategie: Int. Aktiendepot"
3.	49.28%	0.87	"DJE Kapital AG, Pullach Strategie: dynamisch"
4.	48.79%	0.72	"BTV Vermögensmanagement, Stadtforum, Innsbruck Strategie: VM Premium Offensiv"
5.	48.23%	0.66	"Hauck & Aufhäuser Privatbankiers AG, Frankfurt am Main Strategie: Aktien International"